

A 429

CHARLES RIST

PROFESSEUR HONORAIRE A LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS
MEMBRE DE L'INSTITUT

HISTOIRE DES DOCTRINES
RELATIVES
AU CRÉDIT ET A LA MONNAIE

DEPUIS JOHN LAW
JUSQU'A NOS JOURS



N.ro Ingresso 37.751

N.ro Inventario

LIBRAIRIE
DU RECUEIL SIREY
22, RUE SOUFFLOT, PARIS (V^e)

1938

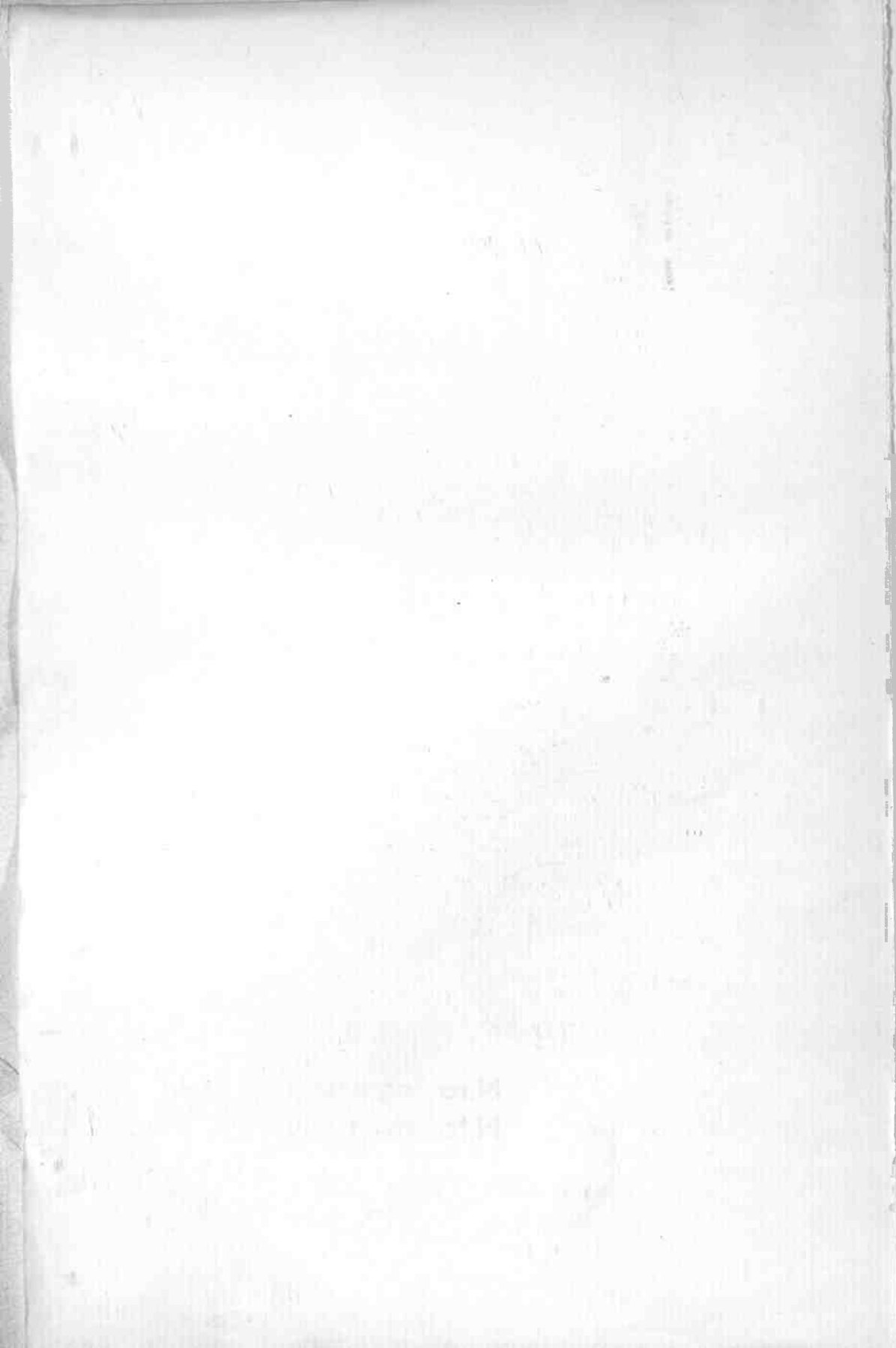
LABORATORIO DI
ECONOMIA POLITICA
S. COGNETTI DE MARTINI

A

429

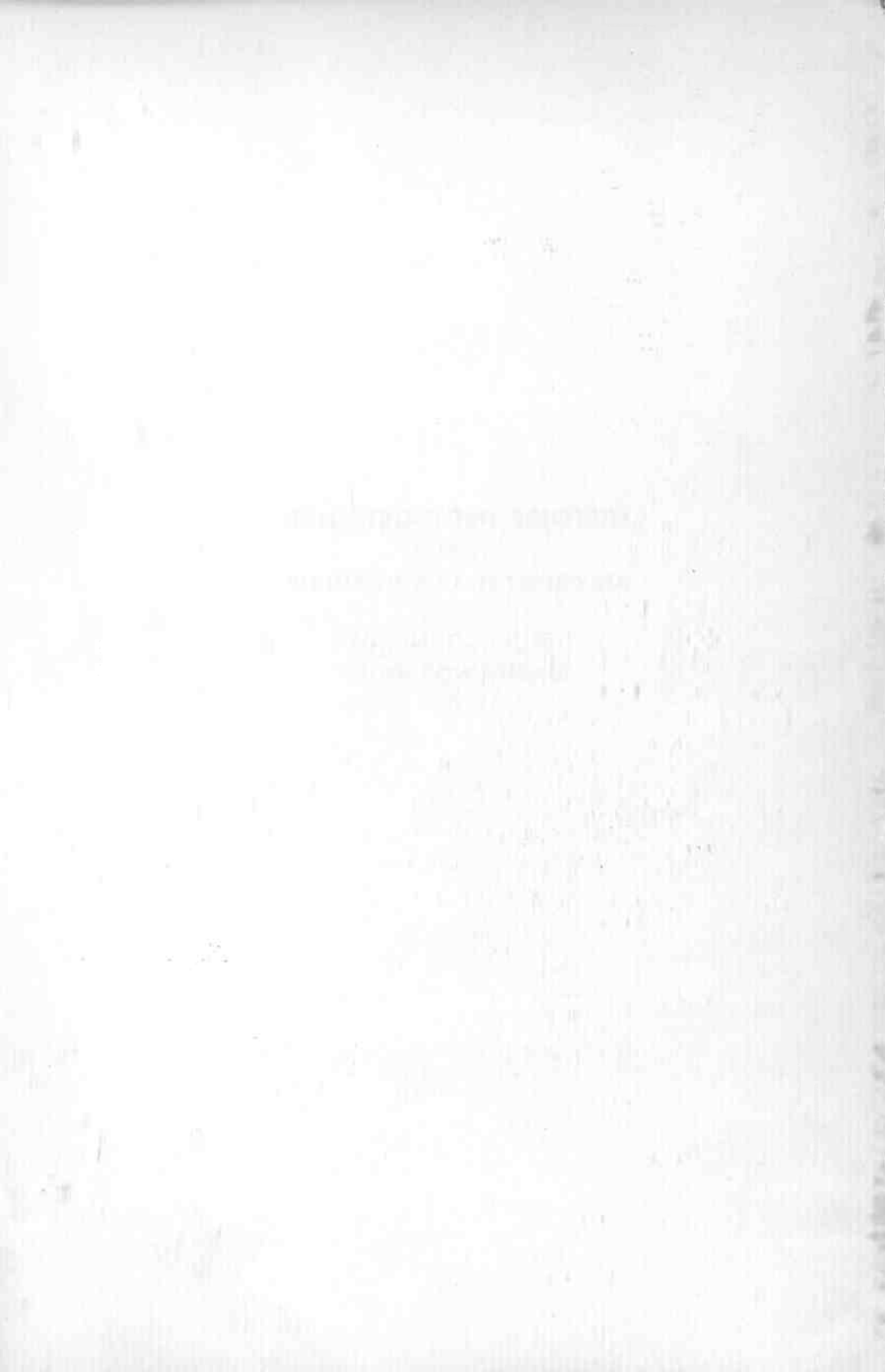


N.ro Ingresso 37.751
N.ro Inventario



HISTOIRE DES DOCTRINES
RELATIVES
AU CRÉDIT ET A LA MONNAIE

DEPUIS JOHN LAW
JUSQU'A NOS JOURS



MILC207924

CHARLES RIST

PROFESSEUR HONORAIRE A LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS
MEMBRE DE L'INSTITUT

HISTOIRE DES DOCTRINES

RELATIVES

AU CRÉDIT ET A LA MONNAIE

DEPUIS JOHN LAW
JUSQU'A NOS JOURS



N.ro Ingresso 37.454
N.ro Inventario PRE 16076

LIBRAIRIE
DU RECUEIL SIREY
22, RUE SOUFFLOT, PARIS (V^e)

1938

RECEIVED

RECEIVED

RECEIVED

RECEIVED

RECEIVED



RECEIVED

RECEIVED

RECEIVED

RECEIVED

A MA FEMME

« Ces connaissances sont trop négligées par les hommes d'Etat qui tournent tous leurs regards vers des parties plus brillantes mais moins grandes et moins utiles. Il en est de même des hommes littéraires, dont l'érudition grecque et latine n'est d'aucun secours, ni pour le commerce, ni pour la finance. »

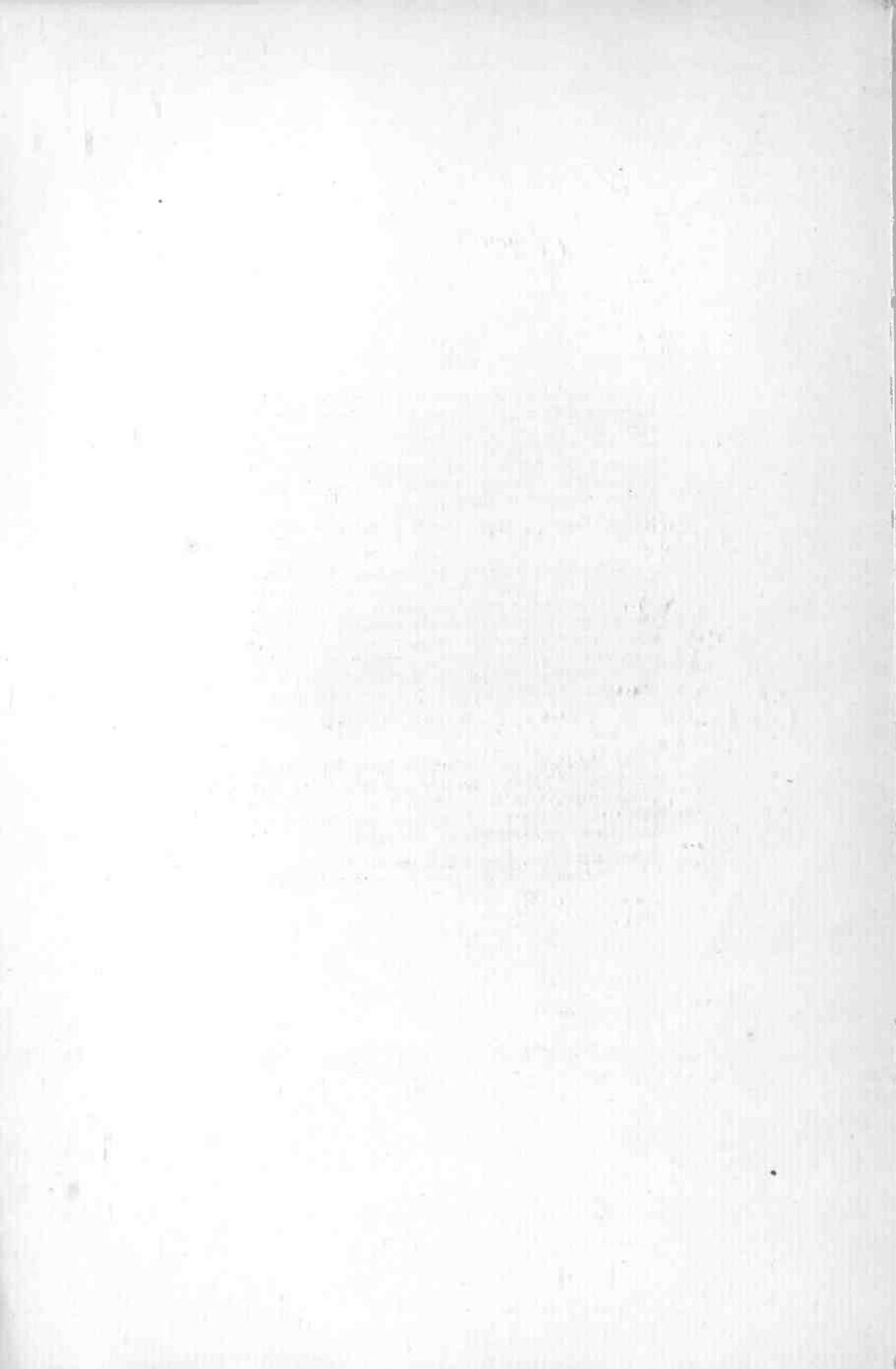
MELON, *Essai politique sur le Commerce* (1734).

« Si les mots d'*impôt*, de *monnaie*, de *banque*, de *crédit*, de *commerce*, de *propriété* viennent souvent se placer sous ma plume, je n'ai assurément pas la prétention de résoudre les questions dont ils peuvent fournir le sujet; je me permettrais tout au plus de regretter qu'ils aient été si rarement l'objet des premières études de ceux qui ont pris part aux affaires publiques. »

MOLLIEN, *Mémoires* (1845).

« M. Bagehot, qui est la plus haute autorité en ces matières, déclare qu'il n'y a jamais eu, sur aucun sujet, tant d'intelligence et de si haute qualité que celle qu'on applique aujourd'hui en Angleterre aux problèmes financiers. »

Alfred MARSHALL, Déposition devant le
Committee on Indian Currency (1899).



AVANT-PROPOS

Ceci n'est pas un livre d'érudition. J'ai cherché à faire non l'histoire des livres ou des hommes, mais celle des idées. Les problèmes du crédit et de la monnaie ont, à toutes les époques, soulevé des controverses où se retrouvent dès l'origine les mêmes oppositions de doctrines. C'est cette permanence des problèmes et des points de vue qu'il est intéressant de mettre en relief. C'est aussi la confrontation avec les faits, des réponses données à diverses époques qu'il est utile de tenter à nouveau avec le recul du temps.

Le crédit et la monnaie sont des institutions humaines. Comme toutes les institutions humaines, elles peuvent être conçues de manières différentes. Seule l'expérience fait connaître à quels résultats pratiques mènent ces différentes conceptions. Or, peu d'expériences sont aussi mal connues du public et même des hommes d'Etat. En France, par exemple, elles ne tiennent aucune place dans l'enseignement de l'histoire. Il n'était donc pas inutile de les rappeler et de rappeler en même temps qu'il n'y a pas en un tel sujet d'« orthodoxie » ou d'« hérésie ». Les résultats qu'ont eus sur la prospérité des nations les diverses méthodes employées, jugent celles-ci en dernier ressort. Si c'est être orthodoxe que de se rallier à celles de ces méthodes qui ont été consacrées par le succès, nous acceptons ce qualificatif.

Mais gardons-nous d'oublier que rien n'est simple en ces matières. On s'en apercevra, je l'espère, en parcourant les pages suivantes. Croire que l'on peut résumer en quelques brefs aphorismes toutes les expériences relatives au crédit, et appliquer ces aphorismes à la pratique ou à la politique journalières serait la plus grave des erreurs. L'homme ne peut jamais se dispenser de réfléchir. Mais la réflexion sans l'appui de l'expérience est vaine. Et les expériences étudiées ici sont complexes.

« Quelle que soit l'activité considérée — a écrit quelque part le maréchal Foch — histoire, littérature, poésie, roman, étude des questions sociales, arts de toute nature (comme d'ailleurs l'art de la guerre), nul ne peut s'y présenter sans un savoir, c'est-à-dire sans la connaissance de ce qui a été fait dans le passé, sans l'avoir analysé, discuté, raisonné, sans avoir dégagé les principes qui ont régi et constitué des écoles aux différentes époques. »

La difficulté dans notre sujet vient de ce que le fonctionnement normal du crédit et de la monnaie est constamment troublé par les guerres et par les crises. Périodiquement, le mécanisme monétaire complexe et délicat des pays modernes est bousculé par les nécessités exceptionnelles des Etats en guerre, ou par les abus qu'entraîne en temps de paix la psychose collective née de l'essor ou de la dépression économique. Il faut alors pour rétablir un système monétaire viable beaucoup d'ingéniosité et de courage. Il n'en faut pas moins pour ramener, dans les esprits troublés par les fantastiques conséquences du papier-monnaie ou les exagérations du crédit, les quelques notions essentielles sans lesquelles aucun système monétaire ne peut fonctionner. L'immobilité ici n'est pas moins dangereuse que la poursuite à tout prix de soi-disant nouveautés. Les systèmes monétaires sont en voie d'adaptation continuelle. Mais adapter n'est pas bouleverser.

Avant tout, j'ai cherché à être clair. J'ai parfois même sacrifié au souci de la clarté celui non moins important de la brièveté. C'est le même souci qui m'a fait grouper autour de quelques écrivains particulièrement représentatifs les principales théories dont j'avais à parler. La rançon de cette méthode, — la seule qui évite de disperser l'attention du lecteur, — c'est l'impossibilité de citer un grand nombre d'écrivains de mérite qui ont souvent apporté aux doctrines fondamentales des nuances, des corrections ou des compléments importants. Je m'en excuse à l'avance auprès de ceux de mes contemporains qui, aujourd'hui, en Europe et en Amérique, et même en Asie, ont consacré à la solution de ces problèmes tant d'ingéniosité et de talent, et dont il m'était matériellement impossible de rapporter ou d'analyser en détail toutes les idées. Ce n'est pas sans regret que j'ai ainsi renoncé à men-

tionner beaucoup de noms justement estimés, ou même célèbres. J'ai tenté dans le chapitre VIII, mais trop brièvement à mon gré, de rendre justice aux progrès incontestables qu'ils ont fait faire à la doctrine monétaire du XIX^e siècle.

Le lecteur trouvera d'ailleurs dans les notes l'indication des ouvrages ou articles spéciaux qui contiennent des bibliographies détaillées. Il lui suffira de s'y reporter pour connaître sur telle ou telle partie de ce grand sujet l'état le plus récent des doctrines ¹.

Il s'apercevra aussi que je n'ai pas recouru à l'histoire comme à une échappatoire. Je n'ai nulle part dissimulé mon opinion sur le fond des problèmes traités dans ce livre. J'ai essayé de la justifier par des arguments dont le lecteur appréciera la valeur. Mais l'histoire est elle-même un instrument critique de premier ordre. En rappelant les opinions émises autrefois par de grands esprits, les erreurs qu'ils ont commises, les circonstances dans lesquelles ces opinions sont nées, on aide à remettre dans leur vraie lumière beaucoup de théories qui sont produites aujourd'hui, et que leurs auteurs croient de très bonne foi être entièrement nouvelles. Il est bon de se souvenir que l'histoire se répète; mais il faut ajouter qu'elle ne se répète jamais exactement de la même manière. Ce sont ces variantes qui font toute la difficulté des problèmes soumis à l'intelligence et au courage des gouvernements d'aujourd'hui.

¹ Je suis heureux de signaler ici le beau livre si complet de M. Valentin WAGNER, de Bâle, *Geschichte der Kredittheorien*, ainsi que l'ouvrage de M. BAUDIN, *La Monnaie et la Formation des Prix*. L'un et l'autre traitent avec une grande compétence des problèmes discutés dans ce volume.

SOMMAIRE DES CHAPITRES

CHAPITRE PREMIER

Confusion du crédit et de la monnaie dans l'économie politique du XVIII^e siècle

INTRODUCTION. — I. Distinction entre la monnaie et les crédits
circulants. — II. John Law. — III. Richard Cantillon. —
IV. Adam Smith. — V. Le comte Mollien 7

CHAPITRE II

L'action des métaux précieux sur le niveau des prix et sur le taux de l'intérêt d'après les doctrines du XVIII^e siècle

I. Jugements contradictoires sur l'importance de la monnaie mé-
tallique. — II. Croyance générale à l'action des métaux pré-
cieux sur le niveau des prix. Théorie de la vitesse de circulation
— III. Relations entre l'abondance des métaux précieux et
le taux de l'intérêt 80

CHAPITRE III

Thornton, Ricardo et le *Bullion Report*

I. Caractères particuliers du cours forcé en Angleterre. — II. Le
livre de Thornton. — III. L'identification, par Ricardo, du
billet de banque, du papier-monnaie et de la monnaie métal-
lique. — IV. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat.
L'excès des émissions assimilé à l'usure des monnaies métal-
liques. — V. Le *Bullion Report* de 1810. — VI. Théorie de la
répartition des métaux précieux dans le monde. — VII. Con-
ception ricardienne du crédit 115

CHAPITRE IV

L'historien Tooke et le logicien Ricardo

I. Problèmes posés en Angleterre par la reprise des paiements en
espèces. — II. Doctrine de Tooke sur la hausse des prix pendant
le cours forcé. — III. Le retour de la livre au pair en 1819. —
IV. Papier-monnaie et billet de banque 168

CHAPITRE V

**Tooke, créateur de la doctrine du crédit.
Controverse des *Currency* et *Banking Principles***

- I. Identité fondamentale du billet de banque et du dépôt utilisable par chèque. — II. Tooke et sa théorie des crises; revenus créés par le crédit et revenus définitifs. — III. Influence différente de l'afflux d'or sur les prix suivant que cet afflux coïncide avec une période de spéculation ou de dépression. — IV. Influence du taux de l'intérêt sur les prix. — V. L'Act de Peel de 1844 et la controverse des *Currency* et *Banking Principles*. — VI. Répercussions en France de la controverse sur les *Currency* et *Banking Principles*. L'émission du billet « droit régalien ». 193

CHAPITRE VI

Production d'or et mouvements des prix (1850-1936)

- I. L'afflux d'or de Californie et d'Australie et la hausse mondiale des prix après 1851. — II. Interprétations quantitatives et anti-quantitatives de la dépression de 1873 à 1895. — III. L'essor économique de 1895 à 1914 et la production des mines du Transvaal. — IV. L'interprétation quantitative après la guerre. 234

CHAPITRE VII

Mécanisme d'action de l'or et du taux d'escompte sur les prix

- I. De Cantillon à Newmarch. — II. La déposition de Marshall devant la Commission d'enquête sur la circulation monétaire. — III. Knut Wicksell et sa conversion. — IV. La théorie de Cassel. — V. Keynes, Hawtrey et le retour à Cantillon . . . 284

CHAPITRE VIII

La théorie générale de la monnaie au début du XX^e siècle

- I. Définition et fonctions de la monnaie. — II. Théories relatives à la valeur de la monnaie. — III. La théorie nominaliste de F.-G. Knapp. — IV. Comment stabiliser le niveau des prix ? . 321

CHAPITRE IX

La théorie des banques centrales d'émission

- INTRODUCTION. — I. Thornton, premier théoricien de la banque centrale. — II. Triomphe du monopole de l'émission et formation de la doctrine classique des banques centrales entre 1825 et 1870. — III. La banque d'émission, réserve d'or suprême du pays. De Bagehot aux Banques fédérales de Réserve aux Etats-Unis. — IV. Les banques d'émission et la stabilisation des prix . . . 391
- CONCLUSION . . . 415

CHAPITRE PREMIER

CONFUSION DU CRÉDIT ET DE LA MONNAIE DANS L'ECONOMIE POLITIQUE DU XVIII^e SIÈCLE

Introduction. — § I. Distinction entre la monnaie et les crédits circulants. — § II. John Law. — § III. Richard Cantillon. — § IV. Adam Smith. — § V. Le comte Mollien.

Le xviii^e siècle a fait des phénomènes monétaires les expériences les plus variées. Il a vu la monnaie fonctionner dans la guerre comme dans la paix. Il a connu les difficultés du double étalon, celles qui résultent des monnaies usées et rognées, celles que provoquent soit un droit de seigneurage trop élevé, soit le refus par l'Etat de prendre en charge les frais de réfection. Il s'en tient le plus souvent aux monnaies métalliques, or, argent et cuivre. L'Angleterre attire peu à peu l'or. En France, l'argent prédomine. Cependant, le papier-monnaie fleurit dans les colonies américaines, et les « monnaies de nécessité », comme dit Galiani, sont fréquemment employées en Europe. Surtout le xviii^e siècle n'ignore rien des problèmes soulevés par les interdictions d'exportation de monnaies, par les « augmentations » et les « diminutions » qui, en changeant la valeur métallique de la monnaie de compte, servent aux souverains, soit à faciliter la liquidation de leurs dettes, soit à donner une satisfaction passagère aux créanciers. La frappe des monnaies est partout, sauf en Angleterre, un moyen pour l'Etat de s'assurer un revenu.

Sur tous ces points, les publicistes raisonnent avec pertinence et précision. Ils ont de ces sujets une connaissance au moins égale à celle qu'en auront les techniciens du xix^e siècle. Ils s'appuient sur une longue observation de la mauvaise administration monétaire de presque tous les gouvernements et

sur leur connaissance des effets que depuis le xvi^e siècle l'afflux de l'or et de l'argent d'Amérique a entraînés pour l'économie européenne.

Ils ne font guère en cela que prendre, avec plus de pénétration et d'élégance, la suite d'une longue succession d'écrivains qui, au xvi^e et au xvii^e siècle, ont discuté les mêmes problèmes¹.

Sur un point précis, cependant, le xvm^e siècle assiste à une expérience nouvelle : celle du billet de banque, « this new invention of paper », comme dit Hume².

Le xvm^e siècle connaît toute une variété d'instruments de crédit, depuis les billets de monnaie ou les effets royaux portant intérêt, qui empoisonnent la fin du règne de Louis XIV et les débuts de la Régence, jusqu'aux inscriptions en compte des banques d'Amsterdam ou de Venise. Leur nature est parfaitement comprise. Les uns sont des titres de la dette flottante, les autres de simples reconnaissances de versements reçus. Mais ni les uns ni les autres ne représentent des crédits bancaires comme les billets de la Banque d'Angleterre ou de la Banque d'Ecosse, nées l'une et l'autre dans les dernières années du xvii^e siècle, ou ceux des banques d'émissions privées de plus en plus nombreuses qu'on verra s'établir en Ecosse d'abord, puis en Angleterre, tout au long du xviii^e siècle.

Cette notion de crédit *bancaire*, par opposition d'une part au papier-monnaie d'Etat et aux dépôts des banques publiques, d'autre part aux effets de commerce et aux lettres de change qui circulent entre négociants, se fraye lentement son chemin dans les esprits. Les frontières entre ces différents instruments de paiement sont mal définies. Galiani regrette de ne pouvoir consacrer un ouvrage entier à ce sujet qui, dit-il, par son importance, non moins « que par l'obscurité mystérieuse dans laquelle il se tient »³, peut justement être qualifié de « très grand ».

Les idées relatives au crédit sont donc, dans le courant

¹ On trouvera un aperçu très commode des idées du xvii^e et du xviii^e siècle sur ces différents sujets dans MONROE, *Monetary Theory before Adam Smith*, publication de la Harvard University Press, 1923, 312 pages.

² HUME, *Essay XXVII, Of the Balance of Trade*.

³ *Della Moneta*, chap. IV du livre IV. On voit que les « mystères du crédit », comme aiment à les appeler ceux qui se plaisent à obscurcir les phénomènes économiques plutôt qu'à les éclairer, ne datent pas d'hier.

toujours renouvelé des doctrines monétaires, celles qui, au XVIII^e siècle, offrent le plus de nouveauté. C'est par leur examen que nous débiterons.

Une première observation qui s'impose, est la confusion que font la plupart des écrivains, soit entre le papier-monnaie et le billet de banque, soit entre celui-ci et la monnaie. Ils aperçoivent très mal la ligne de séparation entre les instruments de crédit et la monnaie proprement dite. Seul, Cantillon fait exception. La confusion est en partie volontaire et en partie inconsciente chez John Law, — involontaire mais certaine chez Smith et chez Mollien, systématique chez Ricardo. Ces nuances mises à part, la confusion entre la monnaie et le crédit est générale. Il faudra les polémiques soulevées par Tooke pour y mettre fin. Et encore seulement pour quelque temps. Car cette même confusion nous la retrouverons, plus estompée mais certaine, après la guerre mondiale, chez des écrivains anglais qui ont cru pouvoir appliquer au papier-monnaie des doctrines vraies seulement pour les instruments de crédit. Dès le premier moment, nous constatons la continuité frappante des idées en ces matières — aussi bien des idées justes que des fausses. Sur tous les sujets traités dans cet ouvrage, nous apercevrons au cours de l'histoire la persistance de deux grands courants parallèles entraînant côte à côte l'erreur et la vérité, sans que jamais on ne voie aucun d'eux ni se tarir ni se fondre avec l'autre.

Au XVIII^e siècle, chacun connaît la monnaie métallique. Elle circule de main en main, dans le public, généralement en assez mauvais état. Tout le monde a dû se garer contre les inconvénients des monnaies usées ou volontairement rognées. Nul non plus n'ignore les lettres de change, grâce auxquelles se règlent aisément les transactions des commerçants, aussi bien de pays à pays que de place à place dans l'intérieur d'un même pays. Personne ne songe à les qualifier de monnaie; ce sont les instruments du crédit commercial, non des moyens définitifs de paiement. Tout le monde enfin sait ce que sont les monnaies de papier émises par les gouvernements dans les moments difficiles, titres de crédit avec ou sans intérêt, ou papiers à cours forcé dont les derniers porteurs ont régulièrement à subir la dépréciation.

Par contre, quand il s'agit des monnaies de banque, les esprits hésitent.

La « monnaie de banque » se présente sous deux formes. Tantôt elle est une simple inscription en compte transférable par « virement de parties », comme à la Banque d'Amsterdam. A chaque inscription correspond dans les caisses de la Banque un montant exactement équivalent de métal (au moins en droit, car Law accuse la Banque d'Amsterdam d'avoir parfois prêté son encaisse et cette accusation correspond à la vérité) ¹. Tantôt elle constitue un billet de banque au sens moderne du mot, un crédit-circulant; la banque dans ce cas en promet bien le remboursement à vue en espèces mais ne s'engage pas à conserver à chaque instant une somme équivalente de métal dans ses caisses : c'est le cas de la Banque d'Angleterre et des banques d'Ecosse.

Ici, l'incertitude commence. S'agit-il dans ce cas de « monnaie » à proprement parler? S'agit-il de crédit? Les effets de ces billets sont-ils les mêmes que ceux de la monnaie métallique? Leur multiplication élève-t-elle ou non le niveau des prix? Cette monnaie de banque s'*ajoute-t-elle* à la monnaie ordinaire, ou est-elle un simple moyen de *faire circuler* la monnaie existant antérieurement? Les incertitudes des écrivains dont nous allons parler se comprendront mieux quand nous aurons d'abord brièvement rappelé le mécanisme par lequel le billet s'introduit dans la circulation. Aujourd'hui encore, il est souvent mal compris, malgré sa simplicité, et c'est notre excuse pour ouvrir ce chapitre d'histoire par une courte dissertation théorique.

¹ Le fait est confirmé par la récente et remarquable étude publiée par M. Van Dillen sur les origines de la Banque d'Amsterdam, dans le très important volume édité par lui en 1934, à La Haye, et intitulé : *History of the Principal Public Banks accompanied by an Extensive Bibliography of the History of Banking and Credit of eleven European Countries*. Cet ouvrage contient les recherches les plus récentes sur la Banque de Venise, la Banque Saint-Georges de Gênes, la Banque d'Angleterre, la Banque de Suède, celle de Hambourg, etc. La bibliographie extrêmement complète sur les origines des banques peut nous dispenser de toute autre mention d'ouvrages spéciaux.

§ 1. — Distinction entre la monnaie et les crédits circulants

La fonction du crédit commercial est essentiellement de *faire circuler les marchandises*. Lorsqu'un vendeur en gros cède à crédit des marchandises au détaillant, cette opération fait circuler les marchandises plus vite qu'elles n'auraient circulé par la vente au comptant. Il n'y a pas de prêt de monnaie, il y a paiement retardé¹, grâce à quoi s'effectue une vente qui, sans ce délai, n'aurait pas été conclue. La traite tirée sur le débiteur enregistre cette vente. Le paiement du prix par l'acheteur final des marchandises fournira au détaillant l'argent avec lequel il payera à l'échéance la traite tirée sur lui par le vendeur en gros. Si celui-ci a cédé la traite à un autre en paiement de marchandises achetées par lui-même, et cet autre à un autre encore, l'acquittement final de la traite endossée à chaque nouvelle transaction, liquidera d'un seul coup toutes ces ventes, comme la « filière » dans les Bourses de commerce. Les marchandises auront changé de main sans circulation de monnaie. La lettre de change est donc un moyen non de faire circuler la monnaie, mais de *s'en passer*.

Toute opération de crédit commercial constatée par une traite endossable et utilisable comme moyen de paiement se traduit donc *par une circulation plus rapide des marchandises, sans emploi de monnaie*. Mais personne n'a jamais songé à qualifier de monnaie les lettres de change.

Qu'apporte de nouveau l'intervention du banquier? Ce qui caractérise celui-ci c'est qu'il dispose ou d'un capital propre en monnaie ou mieux encore de dépôts reçus de ses clients, et initialement constitués en espèces. L'existence de ces dépôts introduit un élément nouveau dans le circuit. Le négociant tireur d'une traite peut, au lieu d'utiliser celle-ci pour ses

¹ On a présenté quelquefois l'opération à crédit comme une transaction où l'acheteur payerait le vendeur pour recevoir aussitôt la même somme sous forme de prêt: ou encore comme une transaction où le vendeur prêterait pendant la durée du crédit la somme à l'acheteur. Aucune de ces conceptions ne correspond à la réalité économique; il s'agit avant tout de savoir où est véritablement l'argent qui sert à l'opération, et non pas d'imaginer ce qui *aurait pu* se passer, mais qui en fait ne se passe pas.

paiements, la porter au banquier et la faire escompter, c'est-à-dire en toucher le montant en monnaie. Dorénavant, un crédit *bancaire* se surajoute au crédit purement commercial. La création de la lettre de change et sa circulation se faisaient sans intervention de monnaie. Son escompte par le banquier a un double effet : d'une part, il substitue le banquier à l'industriel ou au négociant comme créancier du tiré, d'autre part, il met le tireur en possession immédiate de la somme qu'il avait consenti à ne percevoir que plus tard. Une somme de monnaie, qui ne figurait pas dans l'hypothèse précédente, entre dans le circuit.

L'avance bancaire peut être consentie — comme dans le cas de l'escompte — à l'occasion d'un crédit *déjà fait*; ou elle peut s'accorder (comme dans les cas de l'avance sur titres ou des crédits à découvert) en vue d'une opération à *faire* ou d'une dette à acquitter. Peu importe : elle consiste toujours pour le banquier à *utiliser des sommes qui lui appartiennent ou qu'il a reçues du public en dépôt et à remettre ces sommes en circulation* par une opération de crédit.

Si maintenant la personne à laquelle le bénéficiaire du crédit a remis les espèces les *redépose dans la même banque*, que se passe-t-il? La banque voit son *passif* augmenté d'un dépôt de plus, et son encaisse rétablie à son niveau primitif. Que le banquier renouvelle cette opération un grand nombre de fois, et que son encaisse se reconstitue chaque fois au même chiffre, le montant des dépôts s'accroîtra à chaque avance nouvelle, et la différence entre le montant toujours identique de l'encaisse et celui toujours plus élevé des dépôts sera représentée à l'actif par le chiffre des crédits consentis (par le portefeuille), chiffre égal à la quantité de monnaie qu'il a remise en circulation.

Car ici c'est *vraiment la monnaie qui circule*. Les dépôts reçus par le banquier sont prêtés par lui à des commerçants et à des industriels lesquels les emploient à faire de nouveaux achats et de nouveaux paiements. Les espèces ainsi remises en circulation pourront, elles aussi, être déposées dans une banque par ceux qui les reçoivent — la banque originaire, auteur du crédit, ou une autre qui les prêtera de nouveau et ainsi de suite. Le crédit bancaire ne prend un grand essor qu'avec

l'habitude des dépôts en banque, habitude qui, au xviii^e siècle, n'existe encore que dans la classe négociante, mais dont plus d'un auteur (tel Turgot, par exemple) ¹, entrevoit les grands développements possibles le jour où les banques centraliseront (comme le font, dit-il, les laitiers pour le lait dans les campagnes, ou les coquetiers pour les œufs) les innombrables petites sommes que chacun conserve par devers lui.

Tant que l'encaisse est égale aux dépôts, la *marge de crédit* de la banque est intacte. Mais à mesure que s'accroît l'écart entre les dépôts exigibles et l'encaisse disponible, le danger pour la banque de ne pouvoir rembourser à vue les sommes exigibles s'accroît aussi. La marge de crédit se restreint. Si elle est absorbée, si en d'autres termes les demandes de restitution des dépôts par les déposants viennent à excéder les remboursements d'avances par les emprunteurs, la banque, à moins de trouver elle-même des crédits de secours ou de recevoir de nouveaux dépôts, risque la faillite.

Faisons ici une remarque, dont l'intérêt apparaîtra plus tard dans la théorie des crises. Aussi bien dans le cas du crédit communément accordé sous forme de traite, que du crédit bancaire sous forme d'avance monétaire, l'initiative de l'opération peut venir soit du donneur de crédit, soit du demandeur. Le détaillant croyant à une consommation plus intense peut presser le fabricant de lui livrer plus de marchandises à crédit, ou, au contraire, le fabricant, voulant forcer la consommation, peut presser le détaillant de prendre plus de marchandises. De même, le banquier peut pousser l'industriel à lui demander du crédit (en lui offrant des conditions avantageuses) ou, au contraire, attendre que l'industriel ou le commerçant jugent les conditions favorables pour emprunter. Les forces économiques qui intensifient ou ralentissent le mécanisme du crédit sont distinctes de ce mécanisme lui-même. Ce dernier joue, suivant les circonstances, avec plus ou moins de lenteur ou de rapidité. Mais il est au *service d'initiatives qui le plus souvent viennent d'ailleurs*.

Tout cela est resté parfaitement clair tant que les banques se sont bornées à faire crédit *en monnaie*, c'est-à-dire avec les

¹ Cf. *Réflexions sur la Formation et la Distribution des Richesses*. Nous citons d'après les *Ouvres complètes* publiées par G. Schelle.

espèces mêmes reçues par elles. C'était le cas, sauf en Angleterre, pour la plupart des banques au XVIII^e siècle. « Les banquiers à Paris, dit Cantillon, ont souvent remarqué que le même sac d'argent leur est rentré quatre ou cinq fois dans les paiements d'un seul jour, lorsqu'ils avaient beaucoup à payer et à recevoir ¹. »

Les choses se sont obscurcies quand les banques ont commencé à émettre des billets, ou ont autorisé leurs clients à se servir de chèques. Historiquement les paiements par virements, dans les usages purement commerciaux, sont antérieurs à l'emploi du billet de banque. Mais le chèque comme instrument *généralisé* de paiement lui est postérieur. Il ne s'acclimate guère qu'à partir du XIX^e siècle. On connaît la formule « le billet de banque a été le pionnier du chèque »; ne parlons donc ici que du premier. Nous aurons l'occasion plus tard de parler du second.

Jusqu'alors, seule la *monnaie métallique* servait aux transactions du public, les paiements par traites étant en règle générale limités aux commerçants. Maintenant, on voit circuler une véritable *monnaie de banque*, qui sauf le fait qu'elle est en papier ressemble par tous ses caractères à la monnaie ordinaire : égalité des coupures et transfert de main en main sans endossement. N'est-ce pas une nouvelle mais véritable espèce de monnaie s'ajoutant à la monnaie métallique?

En réalité, le billet de banque n'est lui aussi qu'un moyen de « faire circuler » la monnaie véritable, celle qui seule acquitte définitivement les dettes, et constitue par elle-même un bien directement désiré.

Car le billet n'est jamais qu'un certificat de dépôt; émis originellement contre des espèces apportées par le client, il l'est encore quand les espèces fournies par le banquier en échange d'une traite lui sont à l'instant même redéposées par l'emprunteur. Dans l'opération de crédit, le banquier reçoit une lettre de change et en paie le prix en espèces, *faisant ainsi circuler la monnaie*. Mais si le client trouve les espèces lourdes et encombrantes, quoi de plus simple que de les *redéposer* aussitôt à la banque en demandant des billets, c'est-à-dire de nouveaux certificats de dépôts? C'est en effet ce qui se passe.

¹ *Essai sur la Nature du Commerce*, éd. Higgs, p. 312.

Le billet de banque devient alors un moyen de faire circuler la monnaie *sans déplacement effectif de celle-ci*.

Quand l'habitude est prise d'agir ainsi, le banquier, en faisant crédit, n'attend même plus que le client refuse les espèces offertes et les redépense : il lui remet directement des billets. Cette habitude d'ailleurs ne s'installe pas toute seule. Napoléon écrivait à Mollien, à l'occasion de la succursale de Rouen, que la Banque de France venait de créer : « Et surtout, qu'on escompte en billets » — preuve que la Banque, quand elle escomptait, se voyait encore souvent réclamer des espèces par l'emprunteur. De là peut-être l'expression « d'emprunt à la circulation », employée par beaucoup d'écrivains pour qualifier l'émission du billet. Expression équivoque, car le banquier, à proprement parler, n'emprunte pas : il reçoit *un dépôt* en espèces, en échange duquel il remet un billet qui constate son obligation de restituer vis-à-vis du déposant. C'est le cas aussi bien quand il vient lui-même de fournir les espèces au client par l'escompte que lorsque le client les lui apporte du dehors. Dans les deux cas le billet représente un dépôt d'espèces. Seule l'origine des espèces est différente.

Les limites qui fixaient précédemment le maximum de la marge de crédit d'une banque n'ont d'ailleurs pas changé du fait que les dépôts sont représentés maintenant par des billets en circulation, au lieu d'être constatés par des écritures dans ses livres. La seule différence avec la situation antérieure se trouve dans les rubriques du bilan : le poste « dépôts » y est remplacé par le poste « billets en circulation ». Les opérations réelles de crédit sont donc identiques avant et après l'emploi du billet. Les conditions de leur sécurité n'ont pas changé. Seule la forme est différente. La banque, comme auparavant, remet en circulation les espèces monétaires qu'elle a dans ses caisses. Mais, grâce au billet de banque, elle n'a plus besoin de les faire circuler *matériellement*. Le chiffre tantôt faible, tantôt élevé, des billets non couverts mesure l'importance des crédits faits, l'intensité plus ou moins grande avec laquelle la banque fait circuler la monnaie. Mais cette circulation est devenue *virtuelle*¹.

¹ C'est l'expression employée par Knut WICKSELL dans ses *Leçons*, p. 76. La traduction allemande de cet ouvrage a paru chez l'éditeur Fischer à Iéna sous le

Elle est étroitement limitée par le risque auquel la banque est exposée de voir les billets présentés à la conversion plus vite que les crédits ne lui sont remboursés. La banque est débitrice en espèces de la totalité des billets et le mot de « crédit circulant » est la seule qualification qui convienne au billet de banque.

Cependant aucun mécanisme nouveau une fois introduit dans un système social donné ne laisse ce système dans le même état qu'auparavant. Jusqu'au billet de banque, les clients des banques, *dans leurs relations entre eux, continuaient à se servir d'espèces*¹. Ils devaient pour ces paiements chercher à la banque des espèces et se les remettre matériellement, quitte à ce que la somme soit aussitôt redéposée en banque par le nouveau possesseur. Avec le billet, cette pratique devient inutile. Pourvu qu'on ait confiance dans la banque émettrice, *les clients se paient mutuellement en billets*, et les espèces déposées à la banque cessent de circuler. La circulation des espèces est remplacée *entre les clients de la banque* par celle des billets, comme elle l'est déjà *dans les relations entre la banque et ses emprunteurs*. Cela ne veut pas dire que la circulation monétaire entre les clients soit plus active. Cela signifie par contre que la banque étant *moins exposée* à se voir redemander des espèces, *sa marge de crédit augmente* : elle peut se contenter d'une encaisse moindre pour le même nombre de billets. L'emploi du billet de banque, comme plus tard celui du chèque, accroît les facultés de crédit des banques, en déshabituant le public de l'usage des espèces. Grâce à ce mécanisme social ingénieux une grande partie des sommes remises au banquier sont employées par lui en crédits aux emprunteurs, tout en restant utilisables par leurs propriétaires dans leurs paiements réciproques. C'est tout le « mystère » du crédit.

Mais dans tout cela, il n'y a aucun accroissement de *monnaie*, il y a simplement circulation plus rapide de la *monnaie existante*. Thornton, si clairvoyant, faisait déjà remarquer ceci : si l'on fait l'inventaire de la richesse sociale à un moment

Hfrs Vorlesungen über Nationalökonomie, etc., 1928. L'édition suédoise est de 1906.

¹ Sauf, bien entendu, dans les cas où l'on se bornait à des « virements de parties ».

donné, le billet émis par la banque, et qui figure à l'actif du porteur, est compensé par un effet de commerce qui figure au passif du signataire; créance et dette se compensent et s'annulent. Par contre, « le cas de l'or diffère de celui du papier en ce que le propriétaire d'or a un actif en face duquel ne figure aucun passif » ¹.

Présentons les choses un peu différemment. Un particulier a dans sa caisse des sommes dont il aura dans un mois besoin pour des paiements à faire. Il peut se séparer de ces sommes pour un mois, mais pas pour plus longtemps. Un ami les lui emprunte à condition de les rembourser au bout du mois, et remet au propriétaire une promesse de le payer à la date fixée. Dans la caisse du propriétaire, les sommes sont représentées par une reconnaissance de dette signée de l'emprunteur. Pendant ce temps, les sommes circulent dans le public. Y a-t-il augmentation de monnaie? Nullement. Il y a remise en circulation d'une somme qui sans cela serait restée inactive. Mettez maintenant un banquier dans le circuit. Supposez plusieurs propriétaires lui confiant leurs sommes disponibles. Il pourra faire circuler ces sommes en les prêtant, *mais, en principe, seulement pour le temps pendant lequel le propriétaire lui-même aurait pu en disposer*. La seule différence vient de ce que le banquier ayant affaire à de nombreux déposants voit constamment son encaisse se renouveler : au fur et à mesure qu'un déposant demande le remboursement de son dépôt, un autre vient faire un versement; le banquier peut donc ainsi *renouveler* constamment ses crédits.

En somme les billets de banque représentant des avances constituent ce qu'un statisticien appellerait un « ensemble renouvelable », semblable à ce qu'est à chaque instant la population dans un pays. Une population donnée diminue constamment par la mort et augmente constamment par les naissances. Son chiffre, à chaque instant, est le résultat de ce double mouvement. De même la masse des billets non couverts (c'est-à-dire des crédits faits par l'intermédiaire des billets de banque) se réduit sans cesse par le remboursement des prêts et s'accroît sans cesse par leur renouvellement. Il suffit que les banques restreignent leurs crédits pour que la masse

¹ THORNTON, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802), p. 22.

des billets en circulation diminue si les remboursements restent les mêmes, et inversement. On pourrait parfaitement concevoir une réduction très forte du montant des billets pendant une période de crise où les banques suspendraient leurs crédits et se borneraient à encaisser les remboursements. De telles réductions volontaires sont impossibles pour la monnaie, car l'augmentation de monnaie métallique dans un pays (et c'est le cas aussi du papier-monnaie) s'effectue généralement d'une manière continue et régulière. Il n'y a pas normalement naissance et mort de la monnaie; une fois introduite dans la circulation, la monnaie y reste; il n'y a aucun mécanisme normal (sauf l'usure qui pratiquement compte à peine) par lequel la monnaie introduite soit appelée à disparaître. Car la thésaurisation n'est pas la mort de la monnaie. On verra plus tard l'importance de cette distinction entre le mode d'accroissement de la monnaie et celui du billet de banque créé à l'occasion d'avances. Il suffit de montrer ici que le montant des billets de banque en circulation est essentiellement élastique.

Une dernière observation sur le sens à donner au mot vitesse de circulation. L'institution des banques d'émission (et plus tard celle des banques de chèques) accroît la vitesse de circulation de la monnaie dans un pays. Lorsqu'elles y sont implantées, il y a normalement un certain montant de crédit, au-dessous duquel les banques ne descendent pour ainsi dire jamais. Cette vitesse de circulation minimum que les banques impriment à la monnaie devient un des éléments normaux du système monétaire du pays.

Mais cette vitesse n'est pas constante. Elle peut augmenter ou diminuer, et cela de deux manières : ou bien le minimum dont je viens de parler s'élève, — l'usage de recourir au crédit s'étant développé; ce qui s'accroît ici c'est la vitesse de circulation *des espèces remises aux banques*, — ou bien la vitesse de circulation restant la même pour chaque unité monétaire remise aux banques, le *nombre de ces unités* s'accroît, le public prenant l'habitude de concentrer de plus en plus chez les banques ses ressources monétaires. Ce qui s'accroît c'est alors la *vitesse de circulation non de l'argent remis aux banques, mais de la masse monétaire du pays*. Les deux phénomènes peuvent se produire simultanément, se renforcer, se compenser,

ou au contraire se contrarier. Mais ils n'ont pas les mêmes causes. Le deuxième phénomène est d'allure lente et continue; le premier présente des alternatives rapides d'augmentation ou de diminution, correspondant aux phases d'essor et de crise ou encore de hausse ou de baisse prolongée des prix. Il est de beaucoup le plus important. Le second est intéressant en ce que *jusqu'à un certain point*, il peut compenser un afflux insuffisant de métaux précieux.

L'augmentation des métaux précieux dans un pays accroît généralement le nombre des unités monétaires reçues en dépôt par les banques et qu'elles peuvent faire circuler. Le résultat est donc qu'en dehors de toute modification dans la vitesse de circulation de ces unités la *masse totale des crédits* peut être plus grande. D'autre part, suivant que les nouveaux métaux précieux se répartissent entre les banques et le public dans la même proportion que le stock antérieur, ou qu'une part plus grande ou plus faible est remise aux banques, on pourra dire que la vitesse de circulation de la *masse monétaire du pays* est restée la même, ou bien qu'elle est devenue plus grande ou plus petite ¹.

L'expression vitesse de circulation, employée avec prédilection par les auteurs anglais, est, on le voit, pleine d'équivoques dans son application aux phénomènes bancaires. On ferait mieux de la réserver au mouvement des unités monétaires déposées dans les banques, — et d'appliquer l'expression de « concentration des espèces dans les banques » à ce que nous avons appelé *vitesse de circulation de la masse monétaire du pays*.

On peut aller plus loin et appeler simplement *augmentation ou diminution du crédit bancaire*, l'accroissement de vitesse donné par les banques aux espèces monétaires déposées chez elles. C'est ce qu'ont fait certains écrivains, par exemple Irving Fisher qui réserve l'expression de vitesse de circulation aux paiements effectués *entre eux* par les porteurs d'instruments de paiement (qu'il s'agisse d'espèces, de billets ou de comptes courants créditeurs).

Ce qui nous importe ici, ce n'est pas d'imposer des défi-

¹ Ceci bien entendu en supposant stable la vitesse de circulation imprimée par les banques aux espèces déposées chez elles.

nitions, c'est de préciser les phénomènes désignés par les définitions courantes, et surtout de bien marquer que les opérations de crédit bancaire sont en réalité des opérations par lesquelles on remet en circulation des espèces déposées dans les banques et que ce qu'on appelle la création de billets ou de comptes courants n'est que la forme ingénieuse donnée à cette remise en circulation.

Ces explications étaient nécessaires pour la compréhension des doctrines dont nous allons parler. Nous plaçons en tête celle de John Law, dont l'expérience retentissante marque de son empreinte toutes les doctrines du siècle. Les idées si sages et si saines du banquier Cantillon lui serviront de contraste. Les théories de Smith en regard de celles de Cantillon paraissent hasardeuses. La confusion du crédit et de la monnaie s'y affirme avec éclat et cette confusion va dominer toutes les conceptions de la fin du siècle. Mollien, malgré tout son bon sens, n'y échappe pas. C'est l'enchaînement de ces doctrines et leurs rapports que nous voudrions faire comprendre dans ce chapitre, en même temps que les conséquences pratiques que l'on en a tirées.

§ 2. — John Law ¹

L'échec de la tentative malheureuse de John Law pour doter la France d'une banque d'émission a dominé les idées du xviii^e siècle sur le crédit. Son affirmation que créer de la

¹ Nous ne donnons pas ici de bibliographie de Law et de son système. Tout ce qui peut être dit d'utile à cet égard l'a été par M. HARSIN, soit dans son précieux ouvrage sur *Les Doctrines monétaires et financières en France du xvi^e au xviii^e siècle*, Paris, 1928, soit dans sa préface aux trois volumes des *Œuvres complètes* de John Law, qu'il a publiés en 1934 (Sirey, éditeur). Nul ne peut espérer ajouter quelque chose ni à l'exactitude des textes (dont quelques-uns entièrement inédits), ni à la précision et à l'abondance des informations que M. Harsin a accumulées sur notre auteur. Nous regrettons d'avoir eu trop tard ces volumes entre les mains pour citer d'après eux. Nous citons d'après la vieille édition de Daire, dans la Collection des Grands Economistes, mais nous suivons entièrement M. Harsin pour les dates des ouvrages. Par contre nous ne pouvons le suivre dans beaucoup de ses appréciations non pas sur l'homme, auquel nous ne dénierons certes pas la sincérité et l'éloquence, mais sur ses idées, par lesquelles M. Harsin s'est laissé après tant d'autres trop volontiers séduire, en particulier dans son jugement sur la viabilité du Système. Mais tous ceux qui ont étudié Law doivent trop à l'admirable labeur de M. Harsin pour ne pas lui rendre un hommage reconnaissant, avant d'entreprendre un exposé des doctrines de l'extraordinaire visionnaire.

monnaie c'est créer de la richesse a été universellement et définitivement repoussée par tous les contemporains. Quand, à l'envi, tant d'écrivains, Smith, Hume, Turgot s'efforcent au cours du siècle de réduire à rien ou à peu de chose le rôle de la monnaie dans l'économie, ce sont les paradoxes de Law qu'ils ont en vue, plus que les idées déjà bien atténuées des mercantilistes sur la monnaie. Law n'avait-il pas proclamé que l'accroissement de la quantité de monnaie est le seul moyen de stimuler l'économie?

L'échec de la Banque royale a eu un retentissement profond. Personne à l'étranger ne cherche à défendre le Système. Dutot, ancien collaborateur de Law, s'est sans succès constitué son avocat¹. Hume, parlant des *Réflexions politiques* de Dutot, lui reproche d'avancer souvent des faits douteux et de manquer d'autorité². Galiani appelle le Système « une des plus étranges productions de l'intelligence humaine »³. Quant à Smith, il ne discute même pas les idées de Law; il se borne à écrire à propos de son premier livre : « Les idées magnifiques mais visionnaires qui sont exposées dans cet ouvrage et dans quelques autres basés sur les mêmes principes continuent à faire impression sur beaucoup de personnes et ont peut-être partiellement contribué à cet excès de banques dont on s'est plaint récemment en Ecosse et ailleurs⁴. » Il appelle le Système « le projet le plus extravagant de banque et de spéculation boursière que le monde peut-être ait jamais vu »⁵.

Le XIX^e et le XX^e siècle ont été parfois moins sévères à son égard⁶. On a cité, comme exprimant le vrai fond de la pensée de Law, certains passages où il se fait modeste et raisonnable. Il s'agit en réalité de pures concessions tactiques aux nécessités du moment. On a dit aussi, parce que certains banquiers d'aujourd'hui ont repris quelques-unes de ses formules les plus contestables, qu'il a été un précurseur méconnu. Il serait plus

¹ M. Harsin vient de donner une édition nouvelle de l'ouvrage de Dutot, *Réflexions politiques sur les Finances et le Commerce*, complété par une réponse de Dutot à la critique faite par Pâris-Duverney de son premier ouvrage, réponse restée inédite jusque-là. Publié par la Librairie G. Droz, Paris, 1935, 2 vol.

² HUME, *Essays. On Money*, note.

³ GALIANI, *Della Moneta*, livre IV, ch. IV.

⁴ SMITH, *Wealth of Nations*, livre II, ch. II (édition Cannan, t. I^{er}, p. 301).

⁵ SMITH, *ibid.*

⁶ Mentionnons entre autres l'étude sympathique qu'Olinde Rodriguez lui a consacrée en 1827 dans la revue saint-simonienne *Le Producteur*.

juste de traiter de rétrogrades ces disciples attardés. Le XVIII^e siècle ne s'y est pas trompé. Il a percé à jour la confusion fondamentale qu'à travers toutes les vicissitudes de sa carrière tourmentée, Law n'a cessé d'entretenir, et sans aucun doute volontairement, entre le crédit et la monnaie. Allons plus loin : le crédit ne l'intéresse que comme un moyen d'habituer le public au papier-monnaie. Sans doute, était-il influencé par des expériences bancaires, aujourd'hui bien oubliées, mais auxquelles il se réfère constamment, et qui ne pouvaient manquer d'entretenir la confusion des idées. On n'y a pas, croyons-nous, assez insisté. Faute cependant d'avoir ces expériences présentes à la mémoire, on risque de ne pas comprendre sa vraie pensée.

Law a visité Amsterdam et Venise; il connaît le fonctionnement des banques de Naples et surtout celui de la Banque d'Angleterre et de la Banque d'Ecosse. Or, à Amsterdam et à Venise on trouve une institution curieuse rarement mentionnée quand on parle de ces banques : *l'obligation* de se servir des « virements de parties », c'est-à-dire du chèque, pour les paiements commerciaux dépassant une certaine somme. Un négociant ne peut pas se faire rembourser en espèces les sommes déposées par lui, une fois qu'il a été crédité dans les livres de la banque pour un montant correspondant au contenu effectif d'argent ou d'or de ces espèces; de même lorsqu'il remet une lettre de change à la banque, il ne peut plus disposer de son crédit que par virements. Cette obligation se conçoit, puisque « la monnaie de banque », à Amsterdam et à Venise comme à Hambourg, a justement pour but de soustraire les commerçants aux aléas de l'usure ou de la falsification des monnaies; ces banques n'ont donc pas le caractère de banques de crédit : ce sont des organisations purement « monétaires ». Mais il résulte de cette impossibilité de se faire rembourser une équivoque sur la nature des dépôts en banque.

Melon et Galiani citent un dicton qui avait cours au début du siècle, dicton bien fait pour tenter les aventuriers de la finance, et que Law n'ignorait pas : « La bonne banque est celle qui ne paie pas ¹. » Ces banques qui ne payaient pas étaient

¹ « Dans le temps que la banque (celle de Law) cessa de payer, dit Melon (édition Daire, p. 804), il paraissait différents écrits imprimés, dans l'un desquels il était dit : que la bonne banque est celle qui ne paye point. La circonstance fit

« bonnes », pensait-on, parce que ne faisant pas crédit, elles conservaient toujours en caisse les fonds déposés et que leurs déposants ne couraient aucun risque.

Ce dicton cependant ne devait pas être pris trop à la lettre, car à côté de l'argent de banque inconvertible, la banque d'Amsterdam comme celle de Venise avaient de l'argent de banque *convertible*; c'est le cas à la banque d'Amsterdam pour les certificats remis en échange des lingots¹ : et Galiani nous explique qu'à Venise, il y avait également une caisse au comptant, « laquelle loin de diminuer les richesses les a augmentées et a assuré la confiance dans la banque ». Il ajoute avec son ordinaire pénétration : « On reconnut qu'il nuisait au commerce d'interdire le retrait de l'argent une fois déposé et que, quand même il serait vrai que la bonne banque est celle qui ne paie pas, il est aussi vrai que la banque qui a du crédit est celle qui ne refuse pas de payer². »

Si, des banques « monétaires », nous passons aux vraies banques « de crédit », la Banque d'Angleterre et la Banque d'Ecosse, on les trouve plus qu'embarrassées à divers moments pour rembourser leurs billets — la première pendant la guerre de succession d'Espagne³ et la seconde en 1695 — mais retrouvant pourtant leur crédit après la crise et sans que la valeur du billet ait subi autre chose qu'un dommage passager.

Tout cela devait créer chez des esprits prompts à généraliser (*in generalibus latet error*, disaient déjà les scolastiques) l'idée que la « remboursabilité » constante du billet n'était pas, après tout, une condition *sine qua non* du bon fonctionnement d'une banque, et que l'on pouvait, sans risque, élargir un peu l'émission au détriment de la « remboursabilité ».

« Le bien certain qui en résulte [de l'établissement d'une banque], dit Law quelque part, ferait plus que balancer les

tourner en plaisanterie ce principe qui, bien entendu, est solidement vrai. La Banque d'Amsterdam ne paie point parce qu'elle a un emploi avantageux. » Galiani, au chapitre IV du livre IV, expliquant le fonctionnement de la Banque d'Amsterdam, ajoute que c'est à propos d'elle « qu'est né le dicton, que la bonne banque est celle qui ne paie pas ». Il semble donc bien qu'il s'agisse non d'une boutade née du système de Law, mais d'une expression courante qu'on appliqua par ironie à la Banque royale.

¹ Cf. là-dessus la description de Smith, et le mécanisme assez compliqué de ces certificats.

² GALLIANI, *loc. cit.*, p. 328. Nous citons d'après l'édition originale de 1750.

³ Cf. ANDREADÈS, *History of the Bank of England*, p. 120.

risques, *quand même la banque manquerait à ses paiements une fois en deux ou trois ans*, pourvu que les sommes prêtées fussent bien assurées ¹. »

N'y a-t-il pas de nos jours, dans les statuts des meilleures banques, des restrictions au remboursement qui prêtent singulièrement à équivoque? La Banque de France, à ses débuts, ne remboursait ses billets qu'à Paris, comme la Beichsbank à Berlin. Quand l'Angleterre, après la guerre, est revenue à l'éta-lon d'or, le premier article de la loi de 1925, consacrant ce retour, proclamait que le billet n'était pas échangeable contre des espèces. De même, lors de la stabilisation française de 1928, il a été stipulé que la Banque de France ne rembourserait ses billets que s'ils étaient présentés à Paris et pour un montant minimum fort élevé. Ainsi l'on pourrait dire encore aujourd'hui : « La meilleure banque est celle qui ne paie pas. » Ces faits interprétés par des esprits mal informés ou superficiels, ne doivent-ils pas les amener à penser qu'une monnaie de papier, non convertible en espèces, est aussi recommandable qu'une autre, sinon davantage?

C'est la conclusion que Law a tirée sans hésiter des exemples qu'il avait eus sous les yeux, et qui sont venus renforcer la confusion fondamentale qu'avec plus ou moins de machiavélisme (car ce brillant écrivain, cet homme du monde accompli, ce joueur acharné de pharaon, n'avait rien d'un naïf ²) il n'a cessé de faire entre le crédit et la monnaie.

La confusion éclate dès son premier mémoire de 1705 adressé au Parlement d'Ecosse. C'est là qu'il découvre sans réserve le fond de sa pensée : il s'agit, pour enrichir un pays, d'augmenter la quantité de monnaie. C'est par la quantité de monnaie que les pays riches se distinguent des pays pauvres. A ses yeux l'abondance de la monnaie n'est pas un symptôme, mais une source de richesse. Visiblement, c'est le spectacle de la prospérité hollandaise, avec son grand commerce et son abondance de numéraire, qui l'inspire ici. Law ne réfléchit

¹ *Considérations sur le Commerce et l'Argent*, p. 491. Edit. Daire.

² On trouvera au tome III des *Œuvres complètes* de Law, dans le long *Mémoire justificatif* qu'a retrouvé M. Harsin, un portrait de Law par lui-même (pp. 312 et 313) bien amusant, où on lit cette phrase : « S'il usait quelquefois du sophisme quand il le jugeait nécessaire pour conduire au vray, c'était avec un art si délicat qu'on se trouvait transporté tout d'un coup dans une grande lumière sans s'apercevoir qu'on avait passé par les ténèbres pour y arriver. »

pas que la monnaie vraie — celle qui coûte quelque chose à produire et qui vaut par elle-même, — c'est-à-dire la monnaie métallique, n'entre dans un pays qu'en raison même des services ou des marchandises que ce pays a pu fournir aux autres; qu'elle est, comme d'ailleurs tous les produits importés par lui, la simple contre-partie de son activité, de l'abondance de ses ressources ou encore de la sécurité des emplois qu'il offre aux placements de l'extérieur. Conclure de l'abondance de monnaie métallique dans un pays prospère qu'il suffira de « créer » dans un pays pauvre une monnaie de papier (car c'est la seule qui se « crée » et ne s'acquiert pas), pour développer une activité ou des ressources naturelles qui lui font défaut, c'est une conception qui heurte le bon sens, en dépit de tous les raisonnements ingénieux de Law ¹. L'Ecosse, pays de bergers et de pêcheurs, montagneuse et sans matières premières, située de plus hors des grandes routes du commerce, aurait pu multiplier la monnaie chez elle : il n'en serait résulté ni industrie, ni commerce, ni agriculture, ni marine florissante ². Seules l'industrie et l'économie de ses habitants y sont parvenues.

C'est cependant le projet que Law, en 1705, soumet au Parlement d'Ecosse (et que celui-ci fort sagement repousse).

L'exposé de ce projet, sous le titre *Money and Trade considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, a paru la même année ³.

C'est un vrai traité de la monnaie, et l'on y trouve les conceptions essentielles de Law. D'abord, l'affirmation liminaire que l'abondance de monnaie est nécessaire pour accroître la richesse ⁴ :

¹ On trouve déjà chez Law toute une série de schémas hypothétiques comme on en a fait beaucoup depuis, où l'on voit l'argent créé et dépensé d'un côté revenir à certaines classes qui, en le dépensant, fécondent une autre partie de la population, laquelle à son tour en enrichit une autre par ses achats, etc., etc. Cf. Daire, p. 532, le passage commençant par : « Supposons qu'une île appartenant à un seul homme », etc.

² On a souvent réfuté Law en disant qu'il confond la monnaie et le capital, ou l'épargne. Law ne confondait rien du tout, et savait fort bien de quoi il parlait; il savait que l'épargne est lente à se former et il voulait aller vite.

³ C'est le traité traduit en français en 1720 sous le titre *Considérations sur le Commerce et sur l'Argent*, et publié par Daire dans le *Recueil des Economistes financiers du XVIII^e Siècle* (Guillaumin, 1843).

⁴ Law ne confond nullement la monnaie avec la richesse; mais il y voit le moyen essentiel de créer celle-ci.

En considérant combien est modique la portion que nous (il s'agit de l'Ecosse) avons des espèces d'Europe, et combien grande est l'influence du numéraire sur le commerce, on reconnaîtra qu'il n'y a pas moyen d'améliorer notre condition autrement que par l'accroissement de notre numéraire; ou si la chose est praticable sans numéraire, elle l'est bien davantage avec ce secours¹. Ce qui constitue la puissance et la richesse d'une nation, c'est une population nombreuse et des magasins de marchandises étrangères et nationales. Les objets dépendent du commerce, et le commerce dépend du numéraire. Ainsi, pour être puissants et riches relativement aux autres nations, nous devrions avoir du numéraire dans la même proportion, car, sans numéraire, les meilleures lois ne sauraient employer les individus, ni perfectionner les productions, ni étendre les manufactures et le commerce...².

Commerce extérieur, commerce intérieur, continue-t-il, dépendent également de l'abondance du numéraire.

De bonnes lois peuvent porter le numéraire au plus haut degré de circulation dont il est susceptible, et le contraindre aux emplois qui sont les plus profitables aux pays; mais aucune loi ne saurait aller plus loin, et l'on ne peut pas faire travailler un plus grand nombre d'individus sans une plus grande quantité de numéraire mis en circulation pour payer les salaires de ce plus grand nombre³.

Voilà la base de l'édifice, le postulat fondamental. Vient ensuite l'exposé de tous les procédés par lesquels on peut accroître la quantité de monnaie, « augmenter le pouvoir d'achat », comme disent aujourd'hui les héritiers sans le savoir (et il y en a beaucoup) du grand prestidigitateur financier.

Ces procédés, qui presque tous aujourd'hui encore ont leurs partisans, sont : 1° l'interdiction d'exporter les monnaies et l'obligation pour les commerçants trafiquant avec l'étranger d'en rapporter; 2° le « rehaussement » des monnaies, ou comme nous dirions aujourd'hui la « dévaluation »; 3° le crédit par l'intermédiaire des banques; 4° enfin, le papier-monnaie, ce dernier étant gagé sur la valeur des terres.

Comme tous les mercantilistes éclairés de l'époque. Law est hostile au premier moyen, — l'interdiction d'exporter les monnaies et l'obligation pour les exportateurs de marchandises de rapporter des lingots. Il le considère comme inopérant. C'est

¹ JOHN LAW, *Considérations sur le Commerce et sur l'Argent*, p. 505.

² *Ibid.*, p. 506.

³ *Ibid.*, p. 472.

cependant la méthode que de nos jours la plupart des pays en mauvaise posture monétaire ont remise en honneur: le contrôle des devises consiste partout à obliger les exportateurs à rapporter leurs devises et à interdire aux particuliers l'exportation des capitaux.

Law est aussi délibérément hostile au « rehaussement » des monnaies, qui tient à la fois de la dévaluation et de l'inflation¹. On sait de quoi il s'agit. Grâce à la monnaie de compte qui était la livre, on décidait qu'une pièce d'argent, comme l'écu, vaudrait tantôt plus de livres (c'était le rehaussement), tantôt moins de livres (c'était la diminution). Il s'agissait là d'un de ces procédés commandés par le malheur des temps, et nous en avons, après une interruption de près de deux siècles, renoué la triste tradition. Notre monnaie de compte est le franc-papier, le seul qui circule entre les mains du public. La dévaluation consiste à diminuer par la loi la quantité de métal que la banque est tenue de rembourser au porteur. Au xviii^e siècle, ce même procédé, comme Galiani le rapporte, était employé par les pays ayant des banques (comme à Venise); mais dans les autres, on était obligé de refondre les monnaies, ou de leur imprimer une marque spéciale. Les conséquences, en principe toujours les mêmes, variaient cependant d'intensité et par conséquent de nocivité suivant les circonstances. Les avantages et les inconvénients de la dévaluation sont un des sujets favoris de discussion des auteurs du xviii^e siècle. Ils y apportent beaucoup de passion et une inégale bonne foi, mais on peut trouver chez eux tous les arguments qui depuis la crise mondiale ont été si souvent répétés en Europe et en Amérique.

Law — et cela ne manque pas de piquant de la part de ce grand inflationniste, prend nettement position contre les déva-

¹ Le rehaussement (appelé aussi affaiblissement) consistant à diminuer la définition en argent de la livre, il en résulte que la même pièce, un écu par exemple, qui valait cinq livres avant le rehaussement, en vaut maintenant six. Il y a donc plus de livres en circulation. Le débiteur de 30 livres qui devait s'acquitter autrefois avec 6 écus de 5 livres, peut se borner dorénavant à verser 5 écus, ceux-ci valant 6 livres de par la loi nouvelle. De même dans la dévaluation, on diminue la quantité de métal par laquelle on définit le franc, et du même coup, l'encaisse de la banque représente un plus grand nombre de francs. Sur les rehaussements et les diminutions de monnaies, voir le livre de Landry, *Essai sur les Mutations de Monnaies dans l'Ancienne France*, Paris, 1910.

Le « rehaussement » ou « affaiblissement » s'oppose à la « diminution » ou « renforcement » dans la terminologie de l'époque.

luateurs. « Cette pratique, dit-il, n'est employée par aucune nation qui ait quelque respect pour la justice ou qui connaisse la nature du commerce ou de la monnaie ¹. » En réalité, le « rehaussement » aboutit à « imposer sur les habitants une taxe qui est plus tôt payée et que l'on croit devoir être moins sentie qu'une taxe établie de toute autre manière » ². Argument à deux tranchants et qu'invoquent en leur faveur les dévaluateurs d'aujourd'hui. Or, dit-il, « le poids de cette taxe porte principalement sur la classe la plus indigente des habitants » ³. Quant au commerce extérieur, Law ne conteste pas qu'il puisse être stimulé, mais il préférerait qu'on accordât une prime à l'exportation plutôt que de toucher à la monnaie. Il n'ignore pas que le « rehaussement » va faciliter aux étrangers leurs achats et il décrit en ces termes le phénomène que pendant l'inflation d'après guerre on appellera « la perte de substance » : « Si l'on pouvait supposer, dit-il, que nous ne faisons aucun commerce avec les autres nations, on pourrait allier et faire hausser 100 livres de manière à faire produire à cette somme dans le commerce le même effet qu'un million; mais si l'on souffrait qu'un seul étranger parût en Ecosse, il pourrait acheter une grande partie du territoire et des marchandises avec une somme modique, et un homme opulent chez nous ferait une très pauvre figure à l'étranger ». » Enfin, il sait très bien que la seule perspective d'un « rehaussement » fait exporter les espèces à l'étranger, provoque, comme nous dirions aujourd'hui, la « fuite des capitaux », en vue de bénéficier, une fois la dévaluation ou le « rehaussement » accompli, de la valeur supérieure en monnaie nationale du métal exporté.

Tous ces effets de l'inflation, nous les avons redécouverts après plus d'un siècle de monnaie stable, quand au lendemain de la guerre mondiale, nous les avons vu apparaître les uns après les autres, comme la suite inéluctable de la politique de folles dépenses des gouvernements belligérants.

La rigueur de Law est assez étonnante. Elle n'a pas eu beaucoup d'imitateurs au XVIII^e siècle, à part Forbonnais, d'Aguesseau (adversaire acharné de Law, et dont le traité du

¹ John Law, *Considérations sur le Commerce et sur l'Argent*, p. 493.

² *Ibid.*, p. 500.

³ *Ibid.*, p. 501.

⁴ *Ibid.*, p. 499.

reste n'a été publié que beaucoup plus tard), et Dutot, ami et collaborateur de Law qui s'est constitué en tout son défenseur. Par contre, Melon, dans son bref et substantiel petit ouvrage de 1734, recommande la dévaluation comme le seul moyen de soulager les peuples « lorsque les recouvrements ne se font plus sans exécutions militaires »; ce procédé, dit-il, est « conforme au génie actuel de la nation ¹ parce que le succès en sera plus prompt et plus facile ». Galiani, de son côté, reprend la thèse de Melon qu'il qualifie d'*uomo d'ingegno grandissimo et d'animo veramente onesto e virtuoso*. Dans deux chapitres étourdissants de verve, d'esprit et de bon sens, il discute tous les arguments pour ou contre les rehaussements et conclut, contre les arguments du Parlement de Paris ² et de son président, Le Camus, que le rehaussement de 1718 était inévitable et nécessaire pour liquider les charges des guerres antérieures : « Le luxe des monarchies est la guerre, écrit-il, des effets de laquelle dans la paix on ne peut se débarrasser sans se réduire à une vie économe et frugale. D'autre part, les Français sont excusables de s'être plaints du rehaussement : car le malade crie et hurle quand il prend médecine, mais pas quand il prend sa maladie en vivant joyeusement; c'est pourquoi les guerres sont pleines de chants joyeux et de fêtes et d'allégresse, et les mutations monétaires sont lugubres et tristes ³. » Il reconnaît volontiers que la mesure répugnait au sentiment populaire, mais qu'y faire? ajoute-t-il, « puisque personne n'a d'autre remède à proposer » ⁴.

David Hume lui-même ne se montre pas hostile à une réduction régulière et lente du poids métallique de la monnaie. Il constate qu'en France les rehaussements n'ont pas été suivis d'une hausse proportionnelle des prix (remarque fort intéressante et qui paraît conforme aux observations des contempo-

¹ Nous citons Melon d'après l'édition Daire. Cf. p. 833 de cette édition. C'est aussi l'idée défendue de nos jours par M. Despaux dans son ouvrage *Les Dévaluations monétaires dans l'Histoire*, 1936, chez Marcel Rivière.

² On peut se demander si ce n'est pas d'Aguesseau qui a rédigé ces attendus, tant les arguments fournis ressemblent à ceux donnés par le chancelier dans ses *Considérations sur les Monnaies*, rédigées vers 1717-1718, comme le prouve M. Harsin, mais qui ne furent publiées qu'en 1777, à une date où ces problèmes n'intéressaient plus le public.

³ GALIANI, *op. cit.*, p. 263. C'est déjà ce que M. Caillaux a appelé de nos jours « la grande pénitence ».

⁴ *Ibid.*, p. 267.

rains), et n'ont pas empêché le prix du blé de rester au même niveau entre 1683 et 1740. Il propose donc une refonte périodique des monnaies où l'on enlèverait chaque fois de chaque shilling la valeur d'un penny de métal : « Le nouveau shilling achèterait probablement autant d'objets que l'ancien; ainsi les prix (en métal) de toutes choses seraient insensiblement diminués, le commerce extérieur serait ranimé, et l'industrie domestique, par la circulation d'un plus grand nombre de livres et de shillings, en serait accrue et encouragée¹. »

Hostile à l'« augmentation », Law est par contre favorable à la « diminution » des monnaies, c'est-à-dire à la réduction de leur valeur nominale pour un même poids métallique, opération que nous appellerions aujourd'hui « déflation » ou « revalorisation ». Ses raisons sont extrêmement curieuses : nous saisissons à plein le « technicien » de la monnaie et le spécialiste des opérations de banque. Rien n'est plus révélateur du fond de sa pensée.

Law en effet se souvient d'un incident survenu dans les toutes premières années de la Banque d'Ecosse, incident dont il a été témoin, et sur lequel il revient en plusieurs endroits². La balance des comptes étant devenue défavorable, l'or quittait la banque. Celle-ci créa alors des billets d'une livre sterling pour faire face aux petits paiements (comme Law lui-même devait le faire plus tard en créant les billets de 10 livres remboursables) et aurait sans doute enrayé la panique si l'annonce malheureuse d'un *rehaussement* de la monnaie n'avait fait se précipiter le public d'Edimbourg à la banque pour réclamer des espèces. Les billets, en effet, étaient libellés en livres sterling et shillings tandis que les espèces contenues dans les caisses de la banque étaient des couronnes valant 5 shillings et 5 deniers. Si la banque décidait de faire passer ces couronnes pour 6 shillings au lieu de 5 1/2, cela équivalait pour chaque porteur de billet à une diminution du contenu or de son billet en même temps qu'à la « réévaluation de l'encaisse ». On avait donc hâte de porter les billets à la banque pour les convertir à l'an-

¹ HUME, *Essays. On Money*, XXV.

² Dans les *Considérations sur le Commerce et sur l'Argent* en 1705 (p. 493) et en 1715 dans le *Mémoire sur les Banques*, p. 573 (éd. Daire).

cien taux alors qu'il en était temps encore. La banque provoquait elle-même les demandes de remboursement.

Law était d'avis au contraire que l'on se hâtât d'annoncer une *diminution* de la monnaie en déclarant que la couronne ne vaudrait plus que 5 shillings au lieu de 5 1/2 « en diminuant deux deniers par couronne au bout de trois jours et les autres trois deniers au bout de trois mois ». Chacun dans ces conditions se serait précipité pour apporter à la banque ses couronnes tant que celles-ci étaient encore payées en billets au taux de 5 shillings et 5 deniers. « Le crédit de la banque une fois rétabli on aurait pu, si cela eût été nécessaire, rehausser la couronne à 5 shillings et 5 deniers et les autres espèces en proportion, comme elles étaient auparavant », ajoute-t-il cyniquement.

Nous avons ici la clé de plusieurs des opérations de Law. Car cet épisode de l'histoire de la Banque écossaise ne s'est pas effacé de son esprit. Le récit qu'il en fait jette une lumière crue sur ses opinions. *La diminution des monnaies est un moyen commode d'attirer les espèces aux caisses d'une banque d'émission en difficulté* : voilà pourquoi il ne la condamne pas. Le rehaussement au contraire provoque le retour des billets et la sortie de l'or.

Il s'en est souvenu en 1720 à un moment critique pour le Système. C'est celui où le public, inquiet d'une émission sans limite, se précipitait à la Banque royale pour réclamer le remboursement des billets. Sa politique à ce moment a été généralement mal comprise. Elle s'explique admirablement par ce que nous venons de dire.

Pour arrêter la panique, Law prend une série de mesures rendant l'emploi du billet obligatoire dans l'acquittement des lettres de change, et pour les sommes supérieures à 300 livres (souvenir des méthodes de la Banque d'Amsterdam). Mais la plus remarquable — celle que les historiens négligent en général — fut d'annoncer une série de *diminutions des espèces* (opération qu'il avait déjà faite en juillet 1719 pour répondre à une présentation en masse des billets par ses adversaires) ¹. Les diminutions devaient, par étapes, ramener le marc d'argent de 80 livres, où il était à la date de l'édit (11 mars 1720), à 27 le

¹ HARSIN, *Les Doctrines monétaires et financières en France du XVI^e au XVIII^e siècle*, p. 164.

1^{er} décembre, diminution formidable et scandaleuse. « Toutes ces opérations, comme le dit Dutot¹, n'avaient pas d'autre but que celui d'attirer les espèces et les matières à la banque où il en restait peu... les effets répondirent assez bien aux intentions. » C'est la méthode même dont l'accident de la Banque d'Ecosse lui avait donné l'idée.

Le lecteur remarquera qu'il n'aurait pas pu l'employer si les billets au lieu d'être libellés en livres tournois (c'est-à-dire en monnaie de compte), comme ils l'étaient depuis la transformation de la Banque générale en Banque royale, l'avaient été en écus d'or², comme ils l'étaient obligatoirement au début du Système. Il n'eût pas été avantageux alors de changer tantôt le billet contre les espèces, tantôt les espèces contre le billet : le billet se fût trouvé augmenté ou diminué en même temps que les espèces qu'il représentait. Cette transformation (dont Law connaissait parfaitement la portée), dans le libellé des billets, n'est pas une des moindres raisons qui permettent de mettre en doute sa bonne foi initiale, à l'époque où il présentait ses idées comme la prudence même. En transformant le libellé du billet d'écus d'or en livres tournois, il savait parfaitement quel levier efficace pour faire préférer le billet à l'or cette transformation lui fournirait éventuellement. La diminution d'ailleurs n'excluait pas dans sa pensée (on l'a vu plus haut), le rehaussement ultérieur, une fois obtenu le résultat cherché. Ce que les banques d'émission cherchent aujourd'hui à réa-

¹ Dutot, dans l'édit. Daire, p. 915.

² M. Harsin, en général si sûr, fait cependant erreur quand il dit, à la page 159 de son livre, que « la banque avait la faculté de faire toutes ses opérations en une monnaie de compte, *stable par définition* (?) ». C'est le contraire qui est vrai, comme le montre du reste le compte de la Banque royale publié par lui-même à la page 303 de son livre. Law au début a présenté son projet comme une sorte de nouvelle banque d'Amsterdam où chaque billet représenterait un poids d'or déterminé. Cela ressort nettement du *Mémoire* de Law publié par M. Harsin au t. II des *Œuvres complètes*, p. 24, où il est dit que le directeur de la banque fera les billets de la banque en écus d'espèces sous le nom d'écus de banque ce qui sera entendu écus de poids et titre d'à présent, c'est-à-dire le contraire d'une monnaie de compte. Quand la banque a été transformée en Banque royale, les billets ont pu être libellés en livres. Les contemporains ne se sont pas trompés sur l'importance de ce changement et Dutot en explique les conséquences tout au long (pp. 915 ss.). Dutot affirme que c'est « contre le sentiment de M. Law » que l'on déclara le billet fixe et invariable. Il est absolument impossible de le croire sur ce point, d'autant plus que ce n'est pas l'édit de 1719 (comme l'affirme Dutot) qui a permis de libeller les billets en livres, mais que cela s'est fait lors de la transformation de la Banque générale en Banque royale.

liser par la hausse ou la baisse de l'escompte, Law prétendait y parvenir par l'annonce de la diminution ou du rehaussement des espèces en face d'un billet libellé en monnaie de compte. Tour de passe-passe bien propre à discréditer une banque d'émission et que les contemporains — en particulier les banquiers dont les faillites se multiplièrent — ne lui ont pas pardonné¹.

Et cependant, deux siècles plus tard, une opération identique, exécutée par le moins imaginaire et le plus populaire des hommes d'Etat, devait se réaliser avec un plein succès. Certes, M. Poincaré ne se doutait pas dans la grave crise de 1926, lorsqu'il décidait de faire acheter par la Banque de France les pièces d'or et d'argent au prix du marché, c'est-à-dire à un prix correspondant au cours du change de la livre sterling (monnaie or), qu'il imitait à s'y méprendre la manœuvre tant reprochée à John Law. A ce moment (septembre 1926), la valeur en or du billet de banque libellé en francs-papier s'élevait tous les jours, le cours de la livre sterling en francs sur le marché des changes baissant continuellement. De plus de 200 francs la livre s'était abaissée à 170; en conséquence, un louis d'or s'échangeait, comme la livre sterling elle-même, contre un nombre toujours plus faible de francs-papier. A part le fait qu'en 1720 la réduction du prix de l'écu d'argent en livres-papier résultait des décisions arbitraires du prince, tandis qu'en 1926 l'appréciation du louis d'or en francs-papier était l'effet de la hausse spontanée des changes (et cette différence est d'importance), la situation était identique. M. Poincaré l'utilisa pour offrir au public de lui acheter en billets ses pièces d'or et d'argent au cours résultant du marché des changes. Et comme sa volonté de « revaloriser » le franc était connue, le public se hâta d'apporter ses louis d'or, de peur d'en voir le prix en billets diminuer de semaine en semaine. Ce qui effectivement se produisit. Mais l'encaisse de la banque se vit renforcée de plusieurs centaines de millions, non d'ailleurs sans risque pour elle, car les louis d'or qu'elle payait au cours de 170 en septembre n'en valaient plus que 140 au mois de

¹ Au milieu du XVIII^e siècle l'économiste anglais Postlethwayt affirme que sur 200 banquiers de Paris tous, sauf quatre, firent faillite (cf. Cantillon, éd. Higgs, p. 370).

novembre. La banque s'exposait ainsi à rembourser, au moment de la reprise des paiements en espèces, plus d'or en échange de chaque billet qu'elle n'en avait effectivement reçu des porteurs. La stabilisation de fait du franc en décembre 1926 mit fin à ce risque. M. Poincaré aurait évité cette copie — du reste heureuse par ses résultats — des agissements de John Law, s'il avait, comme le conseillait le Comité des experts, si critiqué par lui, fixé d'abord et une fois pour toutes la nouvelle valeur du franc, avant de procéder aux achats d'or qui lui tenaient à cœur.

Mais revenons à John Law et aux moyens d'accroître le numéraire dans un pays. Après ceux qu'il rejette, voici ceux qu'il préconise : tout d'abord le crédit, et si celui-ci ne suffit pas, le papier-monnaie.

Nous voilà au cœur du problème qui nous intéresse. Que pense Law du crédit ? Il pense que c'est un moyen trop lent d'accroître les signes monétaires et qui exige trop de patience. Certes, « les crédits sont nécessaires et utiles; ils font les mêmes effets et le même bien dans le commerce comme si la quantité de monnaie était augmentée » ¹. Formule qui paraît toute simple mais qui contient en réalité une dangereuse équivoque. Car la monnaie que le crédit met en circulation n'y entre que pour en ressortir aussitôt sa fonction accomplie. Le billet de banque retourne à l'émetteur quand l'effet escompté est payé à l'échéance. Au contraire le papier-monnaie est remis en paiement et circule dorénavant indéfiniment de main en main. Voilà le point que Law n'aperçoit pas clairement. Le billet pour lui est une monnaie qui ne se distingue de l'autre que parce que son émission est strictement limitée. Et c'est là justement ce qu'il lui reproche ². « Le crédit qui promet un paiement en espèces ne peut guère s'étendre au delà d'une certaine proportion qu'il doit observer avec les espèces. Et nous avons de celles-ci une si modique quantité que le crédit auquel elles pourraient servir serait très peu considérable ³. » « Le crédit est une chose volontaire, il dépend de la quantité des

¹ *Considérations sur le Commerce et sur l'Argent*, éd. Daire, p. 554.

² La formule « le bien que fait la banque en augmentant la quantité de monnaie » revient constamment chez Law. Cf. *Mémoire sur les Banques*, pp. 559 et 560. C'est bien la formule dangereuse, celle que reprendront Smith et Ricardo.

³ Law, éd. Daire, p. 507.

espèces existant dans le pays et croît ou décroît avec elle ¹. »

En d'autres termes, il y a crédit pour Law toutes les fois que les billets sont remboursables. Mais cette remboursabilité est une gêne; or il s'agit de trouver un système qui, tout en assurant au papier la même confiance de la part du public que le billet remboursable, ne soit pas limité de la même manière. Augmenter la quantité de monnaie grâce à des billets qui auront tous les caractères du billet de banque, moins la « remboursabilité », sans que cependant le public y voie autre chose que du feu, c'est tout le problème. Law n'ignore pas que le crédit solide, sérieux n'accroît que peu à peu les instruments de paiement. Il faut laisser à la banque le temps de gagner la confiance du public, d'acclimater ses billets, de développer lentement ses affaires. C'est cela justement qui ne convient pas à l'impatience du financier novateur. C'est tout de suite qu'il veut voir l'argent se multiplier. Et il en arrive au seul et dernier moyen qui reste d'accroître la monnaie : le papier-monnaie. A l'Ecosse, en 1705, il suggère encore de la gager sur les terres. Plus tard, quand il aura en France multiplié les billets au delà de la capacité d'absorption du public, il conseillera tout simplement le cours forcé et l'acceptation obligatoire.

Tous les arguments que les partisans ouverts ou cachés du papier-monnaie à cours forcé ont produits depuis lors, tous les sophismes par lesquels ils cherchent à dissuader un public, proclamé par eux rétrograde ou fétichiste, d'exiger en paiement, au lieu d'un simple crédit circulant, un métal désirable par lui-même, on les trouve sous la plume de Law, présentés avec une vigueur, un éclat, une éloquence, disons plus, un accent de sincérité, par lesquels on se laisserait presque gagner si, par ailleurs, on n'hésitait à admettre que cet homme d'une intelligence supérieure ait pu, un instant, s'abuser lui-même sur la vraie portée de ses projets. Consentons que dans son mémoire de 1705, il s'agisse d'une erreur juvénile. Dans ses lettres de 1720, et plus tard dans son *Mémoire justificatif* de 1725, découvert et publié par M. Harsin, on n'aperçoit plus, en tout cas, que les efforts désespérés d'un homme qui sent son entreprise perdue et qui réclame de la force publique ce

¹ *Op. cit.*, p. 493

qu'il sait ne plus pouvoir obtenir de la confiance évanouie des porteurs de billets.

Résumons ces idées, en nous arrêtant un instant sur deux d'entre elles dont la persistance à travers les doctrines les plus récentes a été fatale à bien des systèmes monétaires, sans réussir d'ailleurs à décourager leurs partisans.

D'abord une critique de l'argent-métal, dont les fluctuations constantes et la baisse de valeur font, dit-il, un fort mauvais étalon de valeur. D'ailleurs, l'or, à ses yeux et quoiqu'il ait moins baissé, ne vaut guère mieux. Il annonce un siècle et demi trop tôt la démonétisation de l'argent. Deux siècles après Law, le Comité de l'or de la Société des Nations ne sera pas plus satisfait du métal jaune, avec cette seule différence qu'on reprochera à celui-ci d'être trop rare et de hausser de valeur. C'est évidemment une qualité que ne présente pas le papier-monnaie. Law découvre dans le papier-monnaie (à condition d'en régler la quantité sur la demande) une mesure bien plus stable des valeurs. Dira-t-on que le papier-monnaie ne s'exporte pas? Mauvaise objection, car le commerce n'est qu'un échange de produits contre produits et n'est-il pas excellent qu'un exportateur ne puisse importer que la valeur exacte de ce qu'il a exporté, et rien de plus? C'est déjà la théorie du commerce bilatéral — « j'achète à qui m'achète » — chère à l'Europe d'aujourd'hui. Law a deviné que l'absence d'une monnaie commune condamnerait les Etats au commerce dirigé¹.

¹ Cf. *Mémoire pour prouver qu'une Nouvelle Espèce de Monnaie peut être meilleure que l'Or et l'Argent* (1707), dans les *Œuvres complètes* publiées par M. Harsin, t. 1^{er}, p. 195. Ce mémoire trouvé par M. Harsin à la bibliothèque de l'Arsenal ne figure pas dans l'édition Daire. Cf. *Considérations sur le Commerce*, éd. Daire, pp. 535 et 537. « Si l'on établit une monnaie qui n'a aucune valeur intrinsèque, ou dont la valeur intrinsèque soit telle qu'on ne voudra pas l'exporter, et que la quantité ne sera jamais au-dessous de la demande dans le pays, on arrivera à la puissance et à la richesse; elles seront moins précaires..... » « Aucune nation ne tient à l'argent parce qu'on s'en sert dans d'autres pays, mais parce qu'elle ne peut rien trouver d'aussi sûr ni d'aussi commode. Le commerce entre les nations se fait par l'échange de marchandises, et si un négociant en exporte pour une moindre valeur qu'il n'en importe, il lui est fourni de la monnaie au dehors par un autre marchand qui importe pour une moindre valeur qu'il n'a exporté. Si nous ne devons point au dehors, le marchand qui se proposait d'importer pour une plus grande valeur qu'il n'a exporté se trouve restreint et ne peut faire qu'une importation égale à son exportation : c'est le but auquel on s'est proposé d'atteindre par des lois portées pour régler le commerce. » Ainsi le retour au troc international (Law l'aperçoit fort bien), par absence de monnaie internationale, réduit les échanges, de même que le troc

Mais abordons l'argument essentiel, celui par lequel Law est un vrai précurseur, l'argument massue qui, depuis lui, sera repris par tous les utopistes de la monnaie et par tous les Etats spoliateurs. Qu'est-ce que l'argent, sinon un simple bon d'échange donnant droit à une certaine quantité de marchandises? Et pour une telle fonction, à quoi sert d'avoir un métal coûteux?

Nous voilà au point cardinal de la doctrine de Law. La monnaie n'est qu'un bon d'achat de marchandises! Formule qui a fourni le point de départ de toutes les utopies monétaires, axiome d'apparence évidente sur lequel on fondera tous les systèmes qui refusent au citoyen le droit à un instrument de conservation de la valeur. La monnaie n'est faite que pour acheter! La monnaie n'est pas le bien durable et indestructible, à valeur stable, à débouchés illimités, à l'aide duquel l'homme met à l'abri le produit de son travail, l'instrument d'épargne grâce auquel un pont est jeté entre le présent et l'avenir et sans lequel toute prévision deviendrait impossible! Non.

La monnaie, dit Law, dans une phrase célèbre, n'est pas la valeur pour laquelle les marchandises sont échangées, mais la valeur par laquelle les marchandises sont échangées. L'usage de la monnaie est d'acheter des marchandises, et l'argent lui-même, tant qu'on ne l'applique pas à d'autres usages¹.

Et ailleurs :

le regarde un écu même, comme un billet qui serait conçu en ces termes : « Un vendeur quelconque donnera au porteur la denrée ou la marchandise dont il aura besoin jusqu'à la concurrence de trois livres, pour autant d'une autre denrée ou marchandise qui m'a été livrée », et pour signature, l'effigie du prince ou une autre marque publique². (P. 674.)

La monnaie ne sert et ne doit servir qu'à ce titre. Mais, alors, à quoi bon employer la monnaie métallique? N'importe quel papier fera le même usage à bien meilleur marché.

entre particuliers sans intervention de monnaie réduit les transactions. Nous avons réalisé de nos jours cet idéal, par l'effondrement des monnaies.

¹ Ed. Daire, p. 534.

² Cette phrase est de 1720 dans la 3^e Lettre sur le Nouveau Système des Finances où Law défend son système en pleine déconfiture. Mais la précédente est dans les Considérations sur le Commerce de 1705. C'est toujours le même Law.

C'est là le principal article sur lequel je prétends appuyer. L'or et l'argent sont naturellement des marchandises comme les autres. La partie qui en a été employée aux monnaies a toujours été affectée à cet usage, et il a toujours été défendu aux orfèvres d'acheter des louis d'or ou d'argent et de les mettre en œuvre. Ainsi toute cette partie a été tirée du commerce ordinaire par une loi qui avait ses raisons dans l'ancien gouvernement, mais qui est désavantageuse par elle-même. C'est comme si on avait soustrait une partie des laines ou des soies qui sont dans le royaume, pour en faire des signes de transmission : ne se trouverait-on pas plus au large si on les rendait à leur usage naturel, et qu'on appliquât ces signes de transmission à des matières qui par elles-mêmes ne serviraient de rien ? Mais le plus grand avantage de ces signes appliqués à ces sortes de matières, est qu'on ne serait jamais tenté de les détourner de leur destination propre, qui est de circuler ¹.

Y a-t-il vraiment des gens assez mal intentionnés, assez mal informés aussi des vérités économiques les plus élémentaires pour céder à une pareille tentation et détourner la monnaie de sa destination propre qui est exclusivement de circuler ? Cela ne peut se tolérer. Il faut leur enlever cette tentation funeste. La thésaurisation, voilà le crime impardonnable. On n'a pas attendu notre époque pour s'en apercevoir ².

Le prince a un pouvoir direct sur ceux qui enferment et qui recèlent les espèces, parce qu'elles n'appartiennent aux particuliers que par voie de circulation, et qu'il leur est défendu de se les approprier dans un autre sens. Je suis bien aise de répéter et d'expliquer cette proposition de ma lettre précédente, puisque vous me marquez qu'elle a surpris et blessé quelques personnes, quoiqu'il n'y ait pas en politique une proposition plus vraie... Toutes les espèces du royaume appartiennent à l'Etat, représenté en France par le Roi, et elles lui appartiennent précisément comme les grands chemins, non pour les enfermer dans ses domaines; mais pour empêcher que personne ne les enferme dans les siens; et comme il est permis au roi, et au roi seul, de changer les grands chemins pour la commodité publique, dont il est le seul juge par lui-même ou par ses officiers, il lui est permis aussi de changer les espèces d'or et d'argent en d'autres signes de transmission plus avantageux pour le public, et qu'il reçoive lui-même comme il recevait les autres; et c'est là le cas du gouvernement présent. Cependant, tant que les espèces d'or et d'argent conservent l'effigie du prince, ou la marque publique, et que ceux qui les renferment les regardent eux-mêmes comme des signes de transmission, le prince est en plein droit de les obliger à les rendre, comme ne faisant pas de cette espèce de bien l'usage auquel il est destiné. Le prince aurait même ce droit sur les biens qui vous

¹ Law. *Lettres sur le Nouveau Système des Monnaies* (éd. Daire, n. 675).

² On trouvera dans le tome III des *Œuvres complètes* de Law publiées par M. Harsin, dans le *Mémoire justificatif* intitulé *Histoire des Finances pendant la Régence*, une série de passages analogues à celui-ci. Cf. en particulier, pp. 80, 91-92, 365-366. Tout ce mémoire est d'un intérêt capital.

appartiennent en pleine propriété, et il peut vous obliger d'ensemencer vos terres et de réparer les maisons que vous avez dans une ville, sous peine de les perdre; parce qu'au fond, vos biens ne sont à vous qu'à condition que vous en fassiez un usage convenable à la société. Mais enfin, pour éviter les recherches et les confiscations en matière de monnaie, il est encore mieux de remonter jusqu'à la source du mal, et de ne donner aux hommes qu'une monnaie dont ils ne soient pas tentés de faire magasin. (*Mémoires sur les banques*, pp. 574-575.)

Dans la lutte séculaire entre l'Etat, acharné à faire de la fausse monnaie, et les particuliers défendant leur fortune contre ses exactions, a-t-on jamais tiré avec plus de logique au profit de l'Etat les dernières conséquences d'une conception tyrannique? Le droit à la propriété de la monnaie n'a jamais été refusé avec un cynisme plus complet, ni le droit éminent de l'Etat sur les biens des sujets affirmé avec moins d'hypocrisie. Est-il nécessaire de noter l'analogie entre ces formules et quelques-unes de celles que nous avons vu préconiser de nos jours?

Malheureusement, elles ne correspondaient que trop à ce que les Français du xviii^e siècle étaient habitués à attendre de l'Etat en matière financière. Ce sont des formules bien différentes qu'il eût fallu pour les réconcilier avec l'idée d'une banque gérée par le gouvernement. Law s'indigne quelque part que des particuliers aient plus de crédit que l'Etat. C'est que l'Etat du xvn^e et du xviii^e siècle avait accompli tout le nécessaire et plus encore pour ruiner son propre crédit. Law le savait bien. En 1715, dans ses *Mémoires* adressés l'un à Desmarets, Louis XIV régnant encore, et l'autre au Régent, où il plaide en faveur de son projet, il consacre des pages entières à démontrer quoi? que le gouvernement, c'est-à-dire le Régent lui-même, sera le premier intéressé à ne pas s'emparer des fonds déposés à la nouvelle banque. Car c'était l'objection principale de ses adversaires, celle sur laquelle ils revenaient sans cesse pour empêcher la création de la banque : la tentation qu'une pareille caisse ne manquerait pas d'offrir aux gouvernements en mal d'argent. C'est un fait, hélas! trop connu, que les essais français de banques d'émission au cours du siècle ont tous échoué devant cette crainte. Elle devait du reste se vérifier pour la Caisse d'escompte, créée en 1776 et que Necker lui-même finit par mettre à mal. En 1717, quand Law propose de transformer sa Banque générale en Banque royale, les négoc-

cients de Lyon rédigent une lettre bien caractéristique. Ils font savoir que ce seul changement de nom fera perdre confiance dans la banque. « Le nom seul du roi donne de la méfiance. Sa Majesté est bien... le maître par la force dans son royaume, mais pour la confiance et le crédit, il ne peut les établir, pour si grande que soit son autorité, si ce n'est par les mêmes voies dont se servent les particuliers, pour maintenir leur crédit, c'est-à-dire en payant ¹. »

La confiance, Law le dit lui-même dans l'un de ses bons moments, « n'est autre chose qu'une assurance d'être payé » ². Cette assurance manquait entièrement aux sujets du roi de France. Qu'on parcoure le volume où M. Harsin a reproduit les nombreux projets de banque élaborés en France tout au cours du siècle. Un thème revient — toujours le même — dans les exposés des motifs de ces projets : la confiance fait défaut ; c'est la confiance qu'il faut rétablir. A l'heure même où le gouvernement anglais établissait le crédit de l'Etat sur des bases solides, par l'habitude d'un scrupuleux respect de ses engagements, le gouvernement de la France, par une gestion déplorable des finances, s'interdisait à lui-même tout recours à l'emprunt. Ce que les contemporains pensaient de sa probité est résumé dans un passage de Montesquieu, qui est la plus terrible condamnation des procédés de l'Ancien Régime.

Dans les Etats qui font le commerce d'économie, on a heureusement établi des banques, qui, par leur crédit, ont formé de nouveaux signes des valeurs. Mais on auroit tort de les transporter dans des Etats qui font le commerce de luxe ³. Les mettre dans les pays gouvernés par un seul, c'est supposer l'argent d'un côté, et de l'autre la puissance : c'est-à-dire, d'un côté la faculté de tout avoir sans aucun pouvoir ; et de l'autre le pouvoir avec la faculté de rien du tout. Dans un gouvernement pareil, il n'y a jamais eu que le prince qui ait eu, ou qui ait pu avoir un trésor ; et partout où il y en a un, dès qu'il est excessif, il devient d'abord le trésor du prince. *Esprit des lois*, l. XX, ch. X.

La formidable banqueroute qui a mis fin au système de Law et les maximes par lesquelles celui-ci a justifié ses méthodes ont contribué probablement plus que toute autre chose à ruiner au XVIII^e siècle le goût du crédit, et le désir de voir les banques

¹ VIGNE, *Histoire de la Banque à Lyon*, p. 230.

² Ed. Daire, p. 587.

³ Montesquieu vise ici la France par opposition à l'Angleterre.

s'établir dans le pays. Plus tard, les assignats joueront, pour tout le début du XIX^e siècle, ce même rôle d'épouvantail.

Une autre idée de Law qui mérite de retenir un instant l'attention, c'est celle de gager une monnaie sur la terre. C'est une conception qui ressurgit périodiquement dans l'esprit des utopistes monétaires. Elle a joué, lors de la création des assignats, un rôle important. Elle a été ressuscitée après la guerre mondiale par la création du *Rentenmark*. Ces deux conceptions cependant ne doivent pas être confondues avec celle de Law, quoiqu'elles s'en rapprochent. Les assignats ne devaient être à l'origine qu'une anticipation sur le produit en monnaie que la vente des biens nationaux devait rapporter. L'idée *eût été saine* si l'on avait pu espérer vendre assez vite ces biens, et à un prix rémunérateur au milieu d'une crise politique intense, ce qui était utopique, comme Talleyrand l'a bien montré. L'idée de Law est bien plus utopique encore. Elle consiste à remettre des billets à quiconque est prêt à hypothéquer sa terre ou à la vendre à une institution publique créée à cet effet. Qu'une partie des porteurs s'en contente tant que les fluctuations de la valeur ne seront pas trop sensibles, cela est possible. Mais comment rassurer les gens qui ne s'en contenteront pas et qui perdront confiance? Comment les empêcher de se débarrasser du papier à tout prix s'ils n'ont que faire de la terre représentée par le papier? Dühring a fait la critique de cette conception d'une manière décisive et profonde¹. Mais les formules de Law n'ont pas été oubliées et dans certaines phrases du discours prononcé par Mirabeau à l'Assemblée constituante en 1790, l'on en retrouve l'écho amplifié à la taille du grand tribun². Quant au *Rentenmark* c'est une simple légende qui fait reposer sa stabilité sur la terre. Le *Rentenmark* n'a été stable que parce que le mark contre lequel il était échangeable avait lui-même été stabilisé suivant les méthodes ordinaires.

Quoi qu'on puisse dire en faveur de la bonne foi de Law, il est certain que dès son premier mémoire le fond de sa pensée se résume dans l'idée de la création de papier-monnaie.

Sans doute, lorsqu'en 1715, il soumet ses projets aux con-

¹ DÜHRING, *Kritische Geschichte der Nationaloekonomie*, p. 94.

² On trouve dans le deuxième volume du grand ouvrage de M. MARION, *Histoire financière de la France depuis 1715*, toutes les citations intéressantes au sujet des assignats.

seillers du Régent, et rédige ses deux mémoires sur les banques¹, il se fait bénin, bénin, car il s'agit de désarmer des adversaires redoutables : d'Aguesseau et les frères Paris.

La banque, déclare-t-il, n'émettra que du papier volontairement accepté et toujours remboursable. Ce papier sera libellé en écus d'or comme la monnaie de la Banque d'Amsterdam libellée en marcs banco. Même si la banque se bornait à n'émettre qu'une quantité de papier égale à sa couverture métallique, elle n'en serait pas moins bienfaisante, en raison des facilités de transport qu'offre le billet, de sa rapidité de circulation plus grande, et de la substitution du billet aux lettres de change intérieures². La confiance dans le billet viendra de sa remboursabilité et « S. A. R. ne peut rien faire qui donne plus de réputation à sa régence que de tenir la monnaie sacrée »³. D'ailleurs, Law risque lui-même toute sa fortune dans l'entreprise. Quelle garantie plus forte de sa bonne foi?

Mais à travers les phrases prudentes et lénitives de ces mémoires, perce l'idée que l'essentiel est d'acclimater le billet de banque en France, d'y habituer le public. Ceci fait, la remboursabilité sera toujours suffisante, même si elle est interrompue de temps à autre (comme elle l'a été à Londres et à Edimbourg), même si (comme Law va le proposer dès 1720) on *oblige* le public à faire les paiements en billets (de même qu'à Amsterdam et à Venise, on a rendu obligatoire les paiements commerciaux en virements de partie pour les sommes supérieures à un certain chiffre). L'essentiel pour lui, c'est de commencer; une fois qu'il aura commencé, il trouvera bien le moyen d'étendre la circulation au delà de ce que commanderaient les strictes règles du crédit, ce crédit qui, comme il l'expliquait dès 1705, ne permet jamais qu'une faible extension

¹ Les deux mémoires se répètent en bien des endroits. Le second est peut-être le plus intéressant par les détails que fournit Law sur les spéculations auxquelles donnaient lieu de la part de l'étranger les rehaussements et les diminutions de monnaies. La diminution (c'est-à-dire l'élévation du poids, correspondant à ce qui a été un moment en France la hausse du franc par rapport au dollar ou à la livre) entraînant des achats de monnaie française par les étrangers pour la retransformer ensuite en monnaies étrangères à un cours plus favorable.

² C'est une idée du reste absurde de Law que la monnaie représentative, celle en papier, circulera plus vite que les espèces. Cantillon le contredira. Et les adversaires de Law — en particulier le banquier Hentsch — le lui diront aussi devant le Régent. Cf. sur tous ces points l'introduction de M. Harsin aux œuvres de Law.

³ Ed. Daire, p. 607.

de monnaie¹. En un endroit, Law compare son système à celui de Descartes qui a mis quarante ans pour s'établir. Mais « un nouvel arrangement de finance demande plus de célérité. Il a donc fallu le soutenir. Un système d'un an ne peut pas en avoir dix, et il faut lui prêter la main avant qu'il soit en état de marcher lui-même. » (*Deuxième Lettre sur le Nouveau Système des Finances*, 1720.)

C'est justement ce qui a perdu le Système, compromis déjà, quand la Banque générale s'est transformée en Banque royale, par l'extension rapide de ses émissions, et définitivement ruiné le jour où l'on autorisa la banque à fournir des billets pour permettre aux capitalistes sans argent de souscrire aux actions de la Compagnie des Indes.

A ce moment, et devant les demandes de remboursement qui se précipitent, Law revient ouvertement à son idée initiale : le billet à cours forcé. En 1720, dans sa *Troisième Lettre sur le Nouveau Système des Finances*, Law explique pourquoi le cours forcé est supérieur au cours libre². Le John Law de 1720 retourne ouvertement à ses idées de toujours. Le passage mérite d'être cité en entier, comme un avertissement à tous ceux qui croient pouvoir, dans les échanges, remplacer par la force l'accord librement consenti.

Le commun des hommes ne manquera point de dire là-dessus que le crédit d'un billet particulier se soutient et se conserve par la liberté de l'acceptation; et moi je soutiens, au contraire, que le crédit de ce billet n'est douteux, et sa circulation bornée, que parce que l'acceptation en est libre. En effet, le premier qui le refuse sans en avoir même de raison expresse, fait craindre que l'auteur du billet, homme privé, et sujet non seulement à l'embarras visible des affaires de l'Etat, mais à l'embarras secret de ses affaires particulières, ne trouve pas la somme portée sur son écrit; il en arrête la circulation, et le fait renvoyer incessamment à la source. Au lieu que si tout le monde était obligé de le prendre, il se pourrait faire qu'il n'y revînt jamais, et qu'ainsi son auteur ne fût jamais obligé de le payer.

¹ La découverte et la publication par M. Harsin de l'important mémoire sur les *Finances de la Régence*, qui constitue le tome III des *Œuvres complètes* de Law, confirme entièrement ce que nous disons dans le texte. Cf. en particulier le passage de la p. 378 qui commence ainsi : « L'objet du système ne s'arrêtait pas à l'établissement d'un crédit modéré qui fil simplement rouler les affaires et le commerce... En France l'apparition d'un crédit très étendu était nécessaire », etc.

² Ed. Daire, pp. 673 et 675.

Les écrits de Law, si nombreux, d'une verve si abondante, si nourris d'exemples et d'informations, formulent déjà toutes les idées qui composent le bagage des utopistes de la monnaie : les fluctuations de valeur des métaux précieux présentées comme un obstacle à leur rôle d'étalon, — leur abandon probable comme conséquence d'une abondance qui doit faire baisser leur valeur (plus tard on invoquera leur trop grande rareté!), — la facilité de les remplacer par du papier-monnaie, — la monnaie définie simplement comme instrument de circulation, en oubliant son rôle de conservateur de la valeur, avec cette conclusion que n'importe quel objet en peut remplir la fonction, — la thésaurisation monétaire considérée comme un délit de la part des citoyens, — le droit pour le gouvernement de la combattre par la loi et de disposer des réserves monétaires des particuliers comme il fait des grandes routes, — le caractère onéreux des métaux précieux comparé au bon marché du papier-monnaie, — l'acceptation *en fait* par le public et dans certains cas déterminés d'une monnaie non remboursable, comme preuve qu'il s'en contentera dans tous les cas et dans toutes les circonstances.

Que Law ait pressenti quelques-uns des effets du billet de banque comme moyen d'unifier la circulation et de supprimer le change intérieur dans un grand pays, qu'il ait parfaitement compris l'analogie étroite du billet avec l'effet de commerce auquel il se substitue, qu'il ait entrevu les avantages d'une concentration des espèces métalliques dans les caisses d'une grande banque centrale, qu'il ait eu la connaissance la plus précise des effets sur le commerce international et sur les spéculations de change des augmentations et des diminutions de monnaie, qu'en un mot Law ait été un utopiste fort intelligent, un de ces utopistes qui ne créent pas de toutes pièces un monde idéal, conforme à leurs sentiments personnels, mais qui puisent dans la réalité même les éléments de leur utopie, tout en se trompant sur l'importance relative de ces éléments, en supposant viable dans des circonstances normales ce qui a pu fonctionner un instant dans des circonstances exceptionnelles, — personne ne songe à le nier.

Il reste qu'il a méconnu, comme tous les utopistes monétaires, et c'est par là qu'il est si représentatif, le caractère propre

de la monnaie métallique, celui d'être un instrument de *conservation des valeurs*, dans un monde où l'homme a tant de peine à mettre à l'abri des fluctuations de prix et des vicissitudes de toutes sortes le produit de son travail et de son épargne. C'est par là que le système a été ruiné. Que la monnaie métallique ne soit pas un instrument de circulation idéal, et qu'on puisse la remplacer commodément dans cette fonction par toutes sortes de crédits circulants, cela est connu depuis les temps les plus lointains. Mais qu'inversement ces crédits circulants puissent remplacer les métaux précieux dans leur fonction de conservation de la valeur, personne ne l'a démontré encore. Aucun des systèmes monétaires connus jusqu'ici, parmi les plus progressifs, ne s'est passé des métaux précieux, cette *ultima ratio* du commerce. Voici ce que Galiani, parlant des « monnaies représentatives », écrit dans un livre lumineux par le style et saisissant par la pénétration de la pensée, œuvre étonnante d'un jeune homme de 25 ans, ce *Della Moneta*, paru un quart de siècle après les divagations du *Système* :

Les représentations de la monnaie ne sont pas autre chose que les manifestations d'une dette. De la difficulté de les imiter naît leur sécurité; de la bonne foi et de l'honnêteté du débiteur, leur acceptation. Leur valeur est donc composée de la certitude de la dette, de la ponctualité du débiteur, et de l'authenticité de la pièce que l'on a en main. Quand les trois exigences sont réalisées au plus haut point, la valeur de la représentation est égale à celle de la chose représentée; puisque les hommes estiment le présent autant qu'un avenir qui acquiert une présence certaine à chaque acte de volonté (*il futuro, che certamente ad ogni atto di volontà divenga presente*). C'est pourquoi ces représentations, trouvant aisément preneurs, deviennent des monnaies qui se pourraient dire en tout égales aux vraies monnaies, si elles ne risquaient pas de devenir mauvaises ou fausses dès qu'elles perdent l'un quelconque des attributs ci-dessus, attributs qui n'étant pas intrinsèques à ces monnaies ne leur sont pas aussi fermement attachés que le sont à la vraie monnaie la beauté et l'éclat des métaux qui la composent¹.

Galiani ne confond pas la monnaie et le papier-monnaie. A l'avance il indique, contre Ricardo, les raisons pour lesquelles on ne saurait déterminer la valeur du papier-monnaie uniquement par sa quantité.

Law a méconnu la différence entre augmenter la quantité de la monnaie et augmenter sa rapidité de circulation, entre

¹ GALIANI, p. 319. Edit. de 1750.

la monnaie et le billet de banque. Cette confusion, nous allons la voir se continuer à travers tout le XVIII^e siècle, tirer de l'autorité d'A. Smith une sorte de consécration à laquelle Ricardo viendra ajouter la sienne et entraîner pour toute l'organisation moderne du crédit les plus graves conséquences.

§ 3. — Richard Cantillon

L'Irlandais Richard Cantillon (le nom est d'origine espagnole) est en tout point l'opposé de l'Ecossois John Law. Sans doute, l'un et l'autre ont écrit en français et dans un français excellent. Sans doute encore, l'un et l'autre exposent des idées formées à peu près à la même époque par l'observation et l'expérience¹. Cantillon y ajoute une érudition remarquable. Il connaît l'histoire monétaire de Rome et de la Grèce. Il a lu tous les économistes anglais de Locke jusqu'à Petty. Mais quelle différence dans les conceptions et le tempérament! Law se laisse emporter par ses rêves bien au delà de la réalité. Cantillon analyse froidement celle-ci, et, n'ayant pas de panacée financière à proposer, pénètre bien plus profondément que Law l'enchaînement vrai des phénomènes. A un siècle et demi de distance, la même opposition de l'esprit positif et de l'idéalisme financier se retrouvera dans la lutte entre les Rothschild et les frères Péreire. Ceux-ci voudront réaliser dans le Crédit mobilier, par des méthodes contestables, des idées d'ailleurs autrement justes et fécondes que celles de Law. Ils se heurteront à l'hostilité des praticiens pour lesquels l'expérience compte plus en affaires que l'imagination.

¹ L'ouvrage de CANTILLON, *Essai sur la Nature du Commerce en général* a été écrit entre 1730 et 1734, publié pour la première fois en français en 1755, et traduit en anglais pour la première fois par Henry Higgs en 1931 : cette date est significative. Il a fallu deux siècles pour que fut accessible aux Anglais le livre d'un de leurs plus éminents compatriotes. C'est d'après la traduction de M. Higgs, publiée avec le texte français chez MacMillan en 1931, que nous citerons ici, et c'est à M. Higgs que nous emprunterons tous les détails biographiques mentionnés dans notre texte. Sur l'histoire de la découverte du livre de Cantillon en 1880 et sur l'enthousiasme suscité par sa lecture chez Jevons, on trouvera tous les détails nécessaires dans l'édition de M. Higgs. lui-même connaisseur émérite et pénétrant de tout ce qui concerne les Physiocrates et la littérature économique du XVIII^e siècle. C'est un guide auquel on peut, comme à M. Harsin pour Law, se fier les yeux fermés et qui nous dispense de toute autre indication biographique ou bibliographique.

Cantillon, banquier à Paris jusqu'en 1719, ayant des fonds déposés dans toutes les grandes places de l'Europe, a spéculé pendant le Système, il a même prêté de l'argent au frère de Law, mais il a revendu ses actions à temps et en a placé le profit en monnaie étrangère, comme l'ont fait de nos jours tous les grands spéculateurs en monnaies dépréciées¹. Lui aussi est homme du monde, et grand voyageur. Mais il ne rêve pas d'enrichir un royaume. Il se contente de consolider sa propre fortune. Il analyse avec une curiosité pénétrante le mécanisme de la monnaie et de la circulation des biens. Loin de voir dans le crédit la source mystérieuse de richesses immenses, il s'attache plutôt à en rabaisser l'importance. Que représentent, à Venise par exemple, les sommes déposées à la banque? Un dixième à peine des espèces existant dans la République! C'est bien peu de chose. « On pourrait dire en général des banques nationales que leur utilité ne correspond jamais à la dixième partie de l'argent courant qui circule dans un Etat². » A Londres même, les billets ne servent guère qu'à faire les très grands transferts de capitaux. Dès qu'il s'agit de dépenses courantes, on emploie les espèces métalliques. Qu'on ne s'illusionne donc pas sur les services que peut rendre une banque nationale, surtout dans un grand Etat. Si, comme en France, l'argent métallique est abondant, elle « y fait plus de mal que de bien »³. Nous voilà loin des anticipations de Law, qui se représentait déjà toutes les espèces métalliques de la France concentrées dans les caisses de sa banque, résultat grandiose qu'il a fallu deux siècles pour atteindre, et encore par suite des circonstances exceptionnelles d'une effroyable guerre mondiale, avec d'ailleurs autant de conséquences fâcheuses que de résultats heureux.

Si, de plus, la monnaie mise en circulation, dit Cantillon, est de l'argent « fictif et imaginaire » (c'est encore Law qui

¹ Il avait même spéculé, sinon avec l'argent, au moins avec les actions des autres. Il prêtait sur les actions du Système, prévoyant leur baisse. Il vendait les actions qu'on lui remettait en gage (opération d'ailleurs incorrecte) et transférait à l'étranger leur produit. L'opération terminée, il rachetait à bas prix des actions sur le marché pour les rendre à l'emprunteur; il exigeait le remboursement de son prêt, et la monnaie ayant été « diminuée » dans l'interval, les livres prêtées lui étaient rendues en un plus grand nombre d'écus. Il spéculait donc à la baisse sur les actions et à la hausse sur la monnaie. Cf. Hiccs, p. 369.

² CANTILLON, *édit. Hiccs*, p. 308.

³ *Ibid.*, p. 310.

est ici visé), il « cause les mêmes désavantages qu'une augmentation d'argent réel en circulation, pour y hausser le prix de la terre et du travail, soit pour enrichir les ouvrages et manufactures au hasard de les perdre dans la suite : mais cette abondance furtive s'évanouit à la première bouffée de discrédit et précipite le désordre » ¹.

Voilà jugé le Système Law, par quelqu'un qui, dès le début, en avait saisi les côtés faibles, et s'était, par des placements à l'étranger, attiré l'inimitié du contrôleur général ².

Quelle est donc la véritable utilité des banques? C'est de *faire circuler plus vite*, non pas même toute la monnaie du pays, mais seulement cette partie de la monnaie que des personnes riches — seigneurs ou propriétaires de terre — « économes et qui amassent annuellement de l'argent par leurs épargnes » déposeront entre les mains d'une banque « pour n'avoir pas l'embarras de garder cet argent chez eux et pour prévenir les vols qu'on leur en pourrait faire » ³.

Dans ces circonstances le banquier pourra prêter souvent quatre-vingt-dix mille onces d'argent (des cent mille qu'il doit) pendant toute l'année, et n'aura pas besoin de garder en caisse plus de dix mille onces pour tout ce qu'on pourra lui redemander : il a affaire à des personnes opulentes et économes, à mesure qu'on lui demande mille onces d'un côté, on lui apporte ordinairement mille onces d'un autre côté : il lui suffit pour l'ordinaire de garder en caisse la dixième partie de ce qu'on lui a confié. On en a eu quelques exemples et expériences dans Londres, et cela fait qu'au lieu que les particuliers en question garderoient en caisse pendant toute l'année la plus grande partie des cent mille onces, l'usage de les déposer entre les mains d'un banquier fait que quatre-vingt-dix mille onces des cent mille sont d'abord mises en circulation. Voilà premièrement l'idée qu'on peut former de l'utilité de ces sortes de banques; les banquiers ou orfèvres contribuent à *accélérer la circulation de l'argent*, ils le mettent à intérêt à leurs risques et périls, et cependant ils sont ou doivent être toujours prêts à paier leurs billets à volonté et à la présentation ⁴.

Le montant des espèces que les banquiers doivent garder en caisse varie naturellement avec les besoins et les habitudes de leur clientèle :

S'agit-il d'entrepreneurs et négociants, qui mettent journallement de

¹ CANTILLON, p. 311.

² Cf. sa conversation avec Law, citée dans le livre de Higgs, p. 336.

³ *Ibid.*, p. 299.

⁴ *Ibid.*, pp. 298-300.

grosses sommes [chez le banquier], et bientôt après les redemandent, il arrivera souvent que si le banquier détourne plus du tiers de sa caisse, il se trouvera embarrassé à faire face...¹ pendant qu'il s'est vu des banquiers qui faisoient face avec une caisse de la dixième partie, d'autres ne peuvent guère moins garder que la moitié ou les deux tiers, encore que leur crédit soit aussi estimé que celui du premier².

Voilà donc tout ce que peut faire le crédit, « accélérer la circulation de l'argent ». Rôle modeste qui, pour être rempli, exige que les banques remboursent régulièrement et à vue les dépôts reçus ou les billets émis.

Sans doute la confiance dans le banquier réduit les demandes de remboursement.

S'il a un grand courant de dépôts et un grand crédit, cela augmente la confiance qu'on a en ses billets, et fait qu'on s'empresse moins à en demander le paiement; mais cela ne retarde ses paiemens que de quelques jours ou semaines, lorsqu'ils tombent entre les mains de personnes qui n'ont pas coutume de se servir de lui, et il doit toujours se régler sur ceux qui sont dans l'habitude de lui confier leur argent; si ses billets tombent entre les mains de ceux de son métier, ils n'auront rien de plus pressé que d'en retirer l'argent³.

C'est justement ce que les frères Paris avaient fait contre Law en 1719, et c'était là de ces pratiques « confraternelles » que Cantillon connaissait bien et qui se sont continuées longtemps en Angleterre et ailleurs.

Si le banquier ne peut « faire face », le billet tombe en « discrédit » et c'est un « désordre » auquel il faut remédier le plus vite possible⁴.

Qu'une banque soit menacée, il n'est alors pas de procédés auxquels elle n'ait recours pour se sauver. Là encore Cantillon décrit ce qui s'est souvent vu depuis. La Banque d'Angleterre, pendant les spéculations de la Compagnie de la Mer du Sud, n'a négligé, dit-il, aucun « raffinement » pour dissimuler sa situation, tel que

d'établir plusieurs commis pour compter l'argent aux porteurs, d'en faire compter de grosses sommes en pièces de six et de douze sols, pour gagner du tems, d'en paier quelques parties aux porteurs particuliers qui

¹ Faire face, c'est faire face aux demandes de remboursement.

² CANTILLON, p. 302.

³ *Ibid.*, p. 302.

⁴ *Ibid.*, p. 310.

étoient là à attendre des journées entières pour être païés à leur tour; mais les sommes les plus considérables à des amis qui les emportoient et puis les rapportoient à la banque en cachette pour recommencer le lendemain le même manège : par ce moïen, la banque faisoit bonne contenance et gaignoit du tems, en attendant que le discrédit se ralentit; mais lorsque cela ne suffisoit pas, la banque ouvroit des souscriptions, pour engager des gens accrédités et solvables, à s'unir pour se rendre garans de grosses sommes et maintenir le crédit et la circulation des billets de banque. Ce fut par ce dernier raffinement que le crédit de la banque se maintint en mil sept cent vingt, lors de la chute de la Mer du Sud; car aussi-tôt qu'on sut dans le public que la souscription fut remplie par des hommes riches et puissans, on cessa de courir à la Banque, et on y apporta à l'ordinaire des dépôts ¹.

Ces passages font sentir tout ce qui sépare Law et Cantillon.

Pour Cantillon, quand la banque ne rembourse pas, c'est un moment de « discrédit » et de « désordre ». Aux yeux de Law, ces moments-là sont justement les plus suggestifs et les plus intéressants, ceux qui fournissent l'exemple à imiter : ne prouvent-ils pas en effet qu'un billet peut continuer à circuler même quand la banque ne paie pas? Qu'importe que la confiance comme le remboursement soit à éclipses, pourvu que le billet circule?

Une autre différence, et celle-ci fondamentale, touche à la conception même du crédit. Le lecteur l'aura déjà remarqué. Pour Law, les banques vraiment utiles sont celles qui créent le plus de monnaie. Pour Cantillon, leur pouvoir consiste uniquement à *faire circuler de la monnaie* qui, sans cela, resterait oisive dans les tiroirs des particuliers. Il a traduit ses vues à ce sujet dans une phrase profonde : les banques, dit-il, « empêchent qu'il y ait autant [d'argent] de resserré qu'il y en aurait naturellement dans plusieurs intervalles de tems » ². Qu'est-ce à dire, sinon que les banquiers se bornent à remettre en circulation les encaisses particulières momentanément sans emploi? Ces encaisses concentrées chez le banquier peuvent dorénavant être utilisées pour le crédit, sans que cependant leurs propriétaires en soient privés. C'est la définition même du marché monétaire, telle que nous l'avons donnée plus haut, et la conclusion s'impose, quoique Cantillon ne l'indique pas

¹ CANTILLON, pp. 318-319.

² *Ibid.*, p. 304.

expressément : de même qu'un particulier, gardant ces sommes par devers lui pour les dépenser à des dates prévues, ne peut risquer de les prêter sans l'assurance qu'elles lui rentreront à temps, de même la banque ne peut prêter que les sommes dont la rentrée couvrira les retraits de ses déposants.

Les effets du crédit sont donc modestes. Bien plus importants sont les effets qu'un accroissement ou une réduction de la quantité de vraie monnaie peuvent avoir dans un pays déterminé. « L'argent seul est le vrai nerf de la circulation ¹. » « L'établissement d'une banque générale dans un grand royaume où son utilité ne correspondrait jamais à la dixième partie de l'argent qui circule, lorsqu'on n'en resserre point, ne serait d'aucun avantage réel et permanent, et à le considérer dans sa valeur intrinsèque, on ne peut le regarder *que comme un expédient pour gagner du temps*. Mais une augmentation réelle de la quantité d'argent qui circule est d'une nature différente ². » Ici encore c'est Law qui est visé, — lui qui identifiait l'augmentation de monnaie et celle du crédit.

Notons en passant que Cantillon — pas plus que les autres auteurs du XVIII^e siècle — ne fait de différence entre le billet de banque et l'inscription en compte que l'on fait circuler par virement. La monnaie « scripturale », dont certains écrivains d'aujourd'hui nous parlent comme d'une nouveauté, nous avons vu déjà qu'elle est bien connue des XVII^e et XVIII^e siècles. Elle est même antérieure au billet de banque. Les grandes banques de dépôt — Amsterdam, Venise, Londres — l'utilisent et certaines en rendent l'usage obligatoire. Or, entre cette monnaie et le billet de banque, les écrivains d'alors — Law d'ailleurs pas plus que Cantillon ou Galiani, ni plus tard Thornton ³ — ne font de différence, au moins quant à leur nature, sinon quant à leur commodité.

Si les paiemens dans une banque nationale se font en écritures ou

¹ CANTILLON, p. 318.

² *Ibid.*, p. 314. Ailleurs, p. 160, il écrit : « J'ai déjà remarqué qu'une accélération ou une plus grande vitesse dans la circulation de l'argent du troc, vaut autant qu'une augmentation d'argent effectif, *jusqu'à un certain degré*. » Le lecteur remarquera cette restriction sur laquelle nous reviendrons (*infra*, p. 97).

³ Cf. pour celui-ci tout le passage du chapitre III de son livre où il indique qu'à défaut de billets de banque, les paiemens se feraient soit en lettres de change, soit « par le transfert de titres d'un négociant à l'autre dans les livres du banquier », et où il assimile les billets de la Banque d'Angleterre à ses dépôts.

virements de parties, écrit Cantillon, il y aura cet avantage qu'on n'y sera pas sujet aux falsifications, au lieu que si la Banque donne des billets on en pourra faire de faux, & causer du désordre : il y aura aussi ce désavantage, que ceux qui sont dans les quartiers de la ville, éloignés de la Banque, aimeront mieux paier et recevoir en argent que d'y aller, & surtout ceux de la campagne; au lieu que si l'on répand des billets de Banque on s'en pourra servir de près & de loin. On paie dans les Banques nationales de Venise & d'Amsterdam en écriture seulement; mais à celle de Londres, on paie en écritures, en billets & en argent, au choix des particuliers : aussi c'est aujourd'hui la Banque la plus forte ¹.

Il faudra le dogmatisme de l'école de Ricardo et les fausses conceptions imposées par la Currency School pour créer le préjugé d'une différence essentielle entre le billet de banque et les comptes courants créditeurs. Cette distinction, combattue vivement par Tooke, Gilbert, Mac Leod ², survivra à toutes les polémiques et persistera surtout en France jusqu'à la Grande Guerre. Withers en Angleterre, Ansiaux en Belgique devront, au début du xx^e siècle, la réfuter encore. Le xviii^e siècle, si supérieur souvent au xix^e par la clarté de ses idées économiques, n'a jamais cessé de proclamer l'identité du dépôt et du billet de banque.

Continuons à noter les points par où Cantillon s'oppose à Law. Cette opposition est si continue qu'on peut soupçonner notre auteur d'avoir voulu écrire une sorte d'« anti-Système », en mettant en formules, au lendemain de la chute de Law, et pour sa seule satisfaction personnelle, des principes économiques entièrement opposés à ceux du grand prestidigitateur.

On trouve, chez Cantillon, la dénégation absolue, « emphatique », que la monnaie soit à l'origine de la richesse. La terre et le travail sont les vraies sources de celle-ci; à plus forte raison, une monnaie de papier ne saurait-elle constituer un enrichissement. Dans les trois chapitres d'un si haut intérêt où il décrit les méthodes grâce auxquelles un pays peut acquérir de la monnaie, et qui forment le pendant de ceux consacrés par Law au même sujet dans ses *Considérations* de 1705 ³, il

¹ HIGGS, p. 304.

² MAC LEOD, *Theory and Practice of Banking*, t. I^{er}, p. 330. « L'étudiant doit donc observer soigneusement qu'en termes de banque, un dépôt et une émission de billets sont une même chose », etc.

³ La liste de ces méthodes est celle même que nous donnerions aujourd'hui. Ce sont : l'exploitation des mines, la balance favorable du commerce, les subsides de l'étranger, les dépenses des voyageurs et des ambassadeurs, les transferts de

n'est jamais question de monnaie de papier. Cette omission est à elle seule significative. La monnaie, pour Cantillon, suit l'industrie et ne la crée pas.

Autre contraste. Cantillon, comme tous les auteurs du temps, s'occupe des augmentations et des diminutions de monnaie. On se rappelle que Law, opposé aux premières, était partisan des secondes; c'est même un amusant paradoxe (que nous avons expliqué plus haut) que la sympathie de ce brillant inflationniste pour la déflation. Cantillon est, lui, pour le maintien pur et simple de la monnaie. Les diminutions sont aussi fâcheuses que les rehaussements. Le chapitre que Cantillon consacre à ce sujet vaut la peine d'être relu. Tous les arguments pour et contre les mutations y sont présentés avec une concision et une fermeté de grand écrivain : le resserrement de l'argent en cas de « diminution » des monnaies, c'est-à-dire de déflation, l'exportation de l'argent à l'étranger, la balance du commerce défavorable, « la circulation tombant dans des convulsions »¹, les phénomènes inverses en cas d'« augmentation », la balance favorable, la rentrée des espèces (mais insuffisante) : tout cela profitant au roi et nuisant à la France. « La France est partout la dupe de ces opérations »². « Elle paie des prix bien hauts pour les marchandises étrangères lors des diminutions, elle les revend à vil prix lors de l'augmentation aux mêmes étrangers », et cette conclusion qui résume sa pensée. « Il importe peu ou point du tout quelle soit la valeur des espèces, *pourvu qu'elle soit permanente* »³.

patrimoine (tels que ceux provoqués par les persécutions religieuses), les emprunts à l'étranger et enfin les tributs imposés par la violence. Sur ces deux derniers points en particulier, Cantillon exprime des opinions que l'on aurait utilement pu méditer après la guerre de 1914-1918. Les tributs, dit-il, « conduisent les Etats à la décadence » (p. 194). Quant aux emprunts extérieurs, « c'est un feu de paille », il arrive le plus souvent que les Etats qui sont chargés de ces emprunts et qui en ont payé plusieurs années de gros intérêts, tombent à la longue dans l'impuissance de payer les capitaux, par une banqueroute » (p. 192). Le XVIII^e siècle faisait déjà les expériences que le XIX^e siècle a connues, mais auxquelles le XX^e devait, après la guerre, donner une ampleur inconnue jusque-là.

¹ CANTILLON, p. 291.

² *Ibid.*, p. 292.

³ *Ibid.*, p. 296. Dans ce chapitre qui mérite une lecture attentive, Cantillon montre comment grâce à l'annonce très à l'avance des diminutions monétaires par le gouvernement, les effets de la diminution n'étaient pas toujours ceux qui se seraient produits sans ce délai; au début, ces diminutions provoquaient parfois un renchérissement des produits au lieu de la baisse attendue et celle-ci ne survenait que beaucoup plus tard. Inversement, il reconnaît (comme déjà

L'ouvrage de Cantillon est l'un des grands ouvrages sur la monnaie et le crédit. Le cri d'admiration de Jevons, lorsque, après un siècle et demi d'oubli, il l'a retrouvé et mis au jour, sera compris par tous ceux qui parcourront ces pages simples et profondes où l'acuité de la vision et la concision du style se prêtent un appui mutuel. Au cours des chapitres suivants, nous aurons à le citer plus d'une fois encore : dans la question de la vitesse de circulation de la monnaie, dans celle de l'action de l'abondance monétaire sur le taux de l'intérêt, dans celle du mécanisme de l'action des métaux précieux sur les prix, Cantillon a fait preuve de la même pénétration que dans l'analyse du rôle et de la fonction des banques.

Il n'y a rien à ajouter à ce qu'il dit de celles-ci. Entre les idées aventureuses de Law et les idées étriquées de Smith, il fournit la seule théorie qui, aujourd'hui encore, permette d'expliquer les phénomènes du crédit.

On pourrait cependant lui adresser un reproche. Analyste pénétrant quand il s'agit d'expliquer les faits, il est d'un conservatisme un peu trop satisfait quand il s'agit de l'organisation du crédit. Law rêvait de réformes gigantesques, Cantillon, qui a fortifié et étendu sa fortune dans le système existant, ne voit pas l'utilité d'améliorer le mécanisme du crédit.

Et pourtant l'organisation bancaire française laissait bien à désirer. Savary, dans son *Parfait Négociant*, Law lui-même et Cantillon en maintes pages nous permettent de nous en faire une image. A la base, se trouvent les paiements au comptant. Les transferts d'écus par sacs de banquier à banquier et de région à région, qui entraînent naturellement un change de place à place, jouent encore un rôle considérable.

Dans la ville même de Paris, il coûte ordinairement cinq sols par

Hume) que les augmentations ne font pas toujours hausser les prix en proportion de ce qui aurait paru rationnel; il l'explique par une réduction de la circulation due à la « diminution » antérieure : « Si l'on me dit que ce qui coûtait 20 livres ou cinq onces d'argent avant les diminutions indiquées, ne coûte pas même quatre onces ou 20 livres de la nouvelle fabrique lors de l'augmentation, j'en conviendrai sans m'écarter de mes principes, parce qu'il y a moins d'argent dans la circulation qu'il n'y en avait avant les diminutions » (p. 296). Visiblement l'argumentation purement logique que des hommes comme d'Aguesseau appliquaient à ces matières était contredite par les faits, et Cantillon, homme d'observation et d'expérience, cherche le mécanisme réel plutôt que le mécanisme logique mais irréel. Ce mécanisme, il le trouve dans une application de la théorie quantitative.

sac de mille livres pour porter de l'argent d'une maison à une autre; s'il falloit toujours le porter du Faubourg Saint Antoine aux Invalides, il en coûteroit plus du double, et s'il n'y avoit pas communément des porteurs d'argent de confiance, il en coûteroit encore davantage : que s'il y avoit souvent des voleurs en chemin, on l'enverroit par grosses sommes, escorté, et avec plus de frais; et si quelqu'un se chargeoit du transport, à ses frais et risques, il se feroit paier de ce transport, à proportion des frais et risques. C'est ainsi, que les frais du transport, de Rouen à Paris, et de Paris à Rouen, coûtent ordinairement cinquante sols par sac de mille livres, ce qu'on appelle dans le langage des banquiers, un quart pour cent; les banquiers envoient l'argent ordinairement en doubles barils, que les voleurs ne peuvent guère emporter, à cause du fer et de la pesanteur, et comme il y a toujours des messagers sur cette route, les frais sont peu considérables, sur les grosses parties qu'on envoie de part et d'autre ¹.

D'autre part, les particuliers, au début du xviii^e siècle, n'ont pas encore perdu l'habitude d'accumuler chez eux, comme cela se faisait couramment au xvii^e, des sommes considérables en espèces. Il n'était pas rare, à cette époque, de voir des successions de plusieurs centaines de milliers de francs en espèces. Sainte-Beuve, dans son *Port-Royal*, nous parle d'un M. de Chavigny, grand ami de Richelieu, qui laisse à sa mort, outre 973.000 livres en effets, une somme de 300.000 livres en pistoles « qui étaient dans le coffre de sa chambre » ².

Les Français, écrit Hume en 1741, n'ont pas de banques (il veut dire de banques émettant des billets, car les banquiers étaient nombreux à Paris), de sorte que beaucoup d'entre eux ont de grandes sommes dans leurs coffres ³.

La France était un pays où les espèces étaient abondantes, mais où la thésaurisation générale empêchait cette abondance d'agir sur les prix ⁴.

Les banquiers étaient donc normalement des fournisseurs de lettres de change, recevant des fonds, à Paris par exemple, de la part de ceux qui avaient des sommes à envoyer en d'autres villes de la France, délivrant à ces personnes des lettres de change sur ces villes, et se chargeant des transferts de métal

¹ CANTILLON, chapitre *Des Changes et de leur Nature*, I. III, ch. II, p. 244.

² *Port-Royal*, livre II, chapitre V, note.

³ HUME. *Essays. On the Balance of Trade*, XXVII.

⁴ *Ibid.* Grâce à la thésaurisation, « les denrées et le travail restent chez les Français meilleur marché que chez des nations qui n'ont pas la moitié d'or et d'argent qu'ils ont ».

pour couvrir ces lettres. Mais le banquier faisait également des avances contre lesquelles l'emprunteur remettait souvent une lettre de change payable à *l'échéance des foires de Lyon*. Lyon avait perdu tout à fait le caractère d'une foire de marchandise, pour redevenir simplement un grand centre de compensation bancaire, où se réunissaient tous les trimestres des banquiers venant non seulement de France, mais de Suisse, de Hollande, d'Allemagne et d'Italie, de sorte que dans une seule foire, des paiements pour 80 millions de livres pouvaient se faire avec un million d'argent comptant¹.

La lettre de change payable à Lyon, le *billet de change* dont parle Savary, est une sorte de billet de banque qui circule, mais un billet portant intérêt, un billet à ordre. Peu à peu cependant, et au fur et à mesure que Paris centralise les affaires et les dépenses, la lettre de change *sur Paris* prend la place du billet de change sur Lyon². L'importance de Lyon comme place de change va sans cesse en diminuant, au fur et à mesure que Paris devient à la fois le plus grand centre de production et de consommation de la France. Notons que le chèque ou, pour parler la langue du temps, le mandat n'était pas entièrement inconnu en France, mais il fonctionnait seulement dans quelques très grandes places, comme Marseille. Les courtiers de change y avaient organisé, nous apprend M. Masson, dans son *Commerce français dans le Levant*, un système de dépôts dont les titulaires disposaient par mandats délivrés par le courtier. Il arrivait que les courtiers délivrassent plus de mandats qu'ils n'avaient reçu de fonds. En d'autres termes, ils faisaient crédit et il en est résulté parfois des catastrophes locales quand ces crédits étaient exagérés.

L'originalité de Law est d'avoir pensé que le système des transferts et des envois de fonds pourrait être très simplifié par la concentration des espèces dans une seule caisse qui se chargerait de ces transports, les déposants n'ayant, en ce qui les concerne, que le transfert beaucoup moins coûteux et beaucoup moins risqué des billets. En fait, le billet de la Banque de France a fait disparaître le change de place à place, remplacé

¹ CANTILLON, p. 310.

² Cf. sur ceci, les études de H. Sée, publiées dans les *Mémoires et Documents pour servir à l'Histoire du Commerce et de l'Industrie en France*, 10^e série, pp. 61-128.

simplement par les frais d'envois postaux. Une telle concentration de fonds aurait évidemment permis de la part de la banque qui l'aurait réalisée des avances et des crédits qui n'étaient pas possibles à son défaut.

Voilà ce que Cantillon n'a pas vu. Banquier lui-même, il se défiait des banques, et a, en plus d'un passage de son livre, exprimé cette défiance.

Cette organisation n'avait pas changé à la fin du ^{xviii}^e siècle. Quand on la compare à la description que nous donne Thornton du marché monétaire anglais en 1802, on perçoit l'énorme différence dans le développement du crédit des deux côtés du canal. Nous aurons à y revenir.

§ 4. — Adam Smith

L'ouvrage de Cantillon, écrit vers 1730, n'a été publié qu'en 1755 et en français. Il n'a donc pu exercer en Angleterre qu'une influence très faible. En France le nombre des personnes s'intéressant aux questions de crédit était alors comme aujourd'hui des plus restreint. Aussi l'ouvrage de Cantillon, connu d'un petit nombre, a été pillé par beaucoup d'écrivains, qui ne l'ont généralement pas cité. Cependant, deux grands noms, l'un français, l'autre écossais, lui ont rendu justice : le premier est Condillac, qui en a reproduit des chapitres entiers ; l'autre est A. Smith, qui, visiblement, s'en est pénétré. Cela aurait pu suffire à la gloire de Cantillon, s'il n'avait eu celle d'être redécouvert et apprécié à sa juste valeur par l'un des plus grands économistes du ^{xix}^e siècle, Stanley Jevons, et traduit en anglais par l'admirable connaisseur de la littérature économique française et anglaise qu'est M. Henry Higgs. C'est en relisant les passages d'A. Smith sur la monnaie et les banques qu'on se rend mieux compte de l'importance de Cantillon, et aussi de l'immense préjudice que l'oubli de son nom et de son œuvre, pendant près de cent ans après Smith, a causé à l'évolution des idées.

Dans l'intervalle qui s'écoule entre la rédaction du livre de Cantillon et celle du livre de Smith, les banques d'émission ont pris en Ecosse une grande extension. Ces banques, dont

Hume, malgré sa défiance déclarée à l'égard de la monnaie de papier, parle déjà avec éloge, se sont développées, nous dit Smith, dans les vingt-cinq ou trente années qui ont précédé son livre; elles se sont installées « presque dans chaque ville importante et même dans quelques villages à la campagne »¹. Elles font l'escompte des effets de commerce et accordent aussi des crédits personnels sous forme d'ouvertures de crédit de caisse (*cash credits*), garantis ou par des cautions personnelles ou par des sûretés foncières. Aussi les billets avaient presque remplacé les espèces en Ecosse. « On ne voit guère d'argent, sauf pour faire la monnaie d'un billet de vingt shillings et l'or se voit encore plus rarement. » En Angleterre, les nombreuses banques d'émission privées qu'on trouve à la fin du xviii^e siècle n'ont pris tout leur développement, nous dit Thornton, qu'à partir de la guerre avec l'Amérique, c'est-à-dire pendant le dernier quart du siècle.

Smith, en tout cas, n'en parle pas. Par contre, il connaît bien les papiers-monnaies variés émis par les colonies américaines tout au cours du xviii^e siècle, et il fait admirablement la distinction entre les effets de ces papiers-monnaies non remboursables et ceux des billets de banque remboursables à vue des banques privées.

L'observation de ces deux types de monnaies de papier, et la connaissance très précise qu'il avait du fonctionnement de la Banque d'Angleterre et de celle d'Amsterdam, lui ont procuré l'essentiel de ses remarques sur le crédit et le billet de banque.

Il y a d'abord chez Smith un ensemble d'idées élémentaires qui ont passé dans le domaine commun et dont la solide justesse, en séduisant les contemporains, les a amenés à accepter en bloc le vrai et le faux dans les chapitres où, pour la première fois dans un livre d'économie politique, les problèmes de crédit et de banque étaient traités avec l'ampleur qu'ils méritaient.

Smith a parfaitement décrit le mécanisme des banques en Ecosse et en Angleterre; il a admirablement montré qu'une monnaie de banque, pour conserver sa valeur, doit constamment rester convertible à vue, que cette convertibilité est la

¹ SMITH, I. 1^{er}, p. 280. Nous citons toujours Smith d'après la belle édition qu'en a donnée Edwin CANNAN en 1904.

condition du maintien de son équivalence avec la monnaie métallique¹, et qu'un banquier doit toujours avoir une encaisse métallique suffisante pour faire face aux remboursements. Jusque-là rien ne le sépare de Cantillon. Il a parfaitement compris — et beaucoup mieux que les économistes du xix^e siècle que Tooke devait rencontrer comme adversaires — la différence entre le papier convertible des banques et le papier-monnaie. Il a énuméré en détail toutes les raisons pour lesquelles une banque prudente ne doit prêter qu'à court terme et restreindre ses crédits dès qu'elle s'aperçoit qu'un client ne rembourse pas régulièrement les avances qu'il a reçues. Il se rend compte, sans d'ailleurs en savoir expliquer le mécanisme, comme Thornton le lui reproche très justement, qu'une circulation de papier trop abondante risque de faire fuir le stock métallique du pays, et, en diminuant la sûreté de la conversion en espèces, de déprécier le papier. Il a décrit, en termes que le comte Mollien se bornera à recopier presque textuellement, les inconvénients des « traites de complaisance » et de cette « cavalerie » que les Anglais ont appelée depuis « tirage de cochon sur porc » (*pig on pork*). Il a noté aussi après Cantillon, mais sans en tirer les conclusions qui s'imposent, qu'en réalité les sommes dont les banques disposent pour faire crédit ne sont que les encaisses momentanément inemployées du public².

Par contre, Smith n'a jamais dit clairement, comme Cantillon l'a fait, que le crédit de banque sert seulement à « faire circuler plus vite » la monnaie existante. Il a vu dans le billet de banque, une *autre espèce de monnaie*, une monnaie meilleur marché qui se substitue avec avantage à la monnaie métallique et permet de s'en dispenser. C'est la confusion complète entre la monnaie et le crédit. Elle est faite par Smith avec une sorte de candeur. Il s'est bien rendu compte qu'il y avait là une difficulté³, mais il n'est pas arrivé à la résoudre, et rien n'a plus contribué, malgré les critiques de Thornton, que certains passages célèbres de son livre, à encourager plus tard la confusion faite par Ricardo entre le papier-monnaie inconvertible

¹ Contrairement, comme nous le verrons plus tard, à la doctrine de Ricardo.

² SMITH, t. II, p. 303.

³ Comme le montre le passage cité à la page suivante.

et la monnaie convertible des banques, que lui-même ailleurs avait si soigneusement distingués.

Smith développe ici deux conceptions qui ont eu l'une et l'autre, sur l'évolution ultérieure des doctrines, une grande influence : 1° le billet est avant tout un moyen d'économiser la monnaie métallique; 2° il ne peut jamais circuler dans un pays plus de billets de banque *qu'il ne circulerait* d'espèces si le billet n'existait pas.

La première conception se rattache étroitement au sentiment si souvent exprimé par Smith, et commun à tant d'écrivains du XVIII^e siècle, qu'au fond la monnaie métallique n'a qu'une importance secondaire, au regard des biens consommables qui seuls font la richesse d'un pays. Il développe cette thèse avec un grand luxe d'arguments dans le premier chapitre du livre II consacré à combattre le mercantilisme. Elle se résume dans le passage suivant :

Si l'or et l'argent, à un moment quelconque, devenaient insuffisants dans un pays, il y a plus d'expédients pour remplacer ces métaux précieux que pour remplacer n'importe quelle autre denrée : si les matériaux nécessaires aux manufactures manquent, l'industrie doit s'arrêter; si les provisions nécessaires à l'alimentation viennent à manquer, le public doit mourir de faim; mais si c'est la monnaie qui manque, on pourra y suppléer, quoique d'une manière fort incommode, par des trocs et des échanges en nature; on pourra y suppléer encore et d'une manière moins incommode en vendant et achetant sur crédits ou sur des comptes-courants, que les marchands compensent mutuellement une fois par mois ou une fois par an; enfin, un papier-monnaie pourra remplacer la monnaie, non seulement sans inconvénient, mais dans certains cas avec beaucoup d'avantages. C'est pourquoi l'attention du Gouvernement n'a jamais été employée d'une manière plus inutile ou plus superflue que lorsqu'il s'occupe de surveiller la préservation, l'augmentation ou la diminution de la quantité de monnaie dans un pays ¹.

Or, quel est le rôle du billet de banque? C'est justement d'économiser la monnaie :

La substitution du papier à la monnaie d'or et d'argent remplace un instrument de commerce très coûteux par un autre qui l'est beaucoup moins, et quelquefois tout aussi commode. La circulation roule ainsi par un nouveau moyen qui coûte moins à établir et à maintenir que l'ancien. Mais la question de savoir de quelle manière s'effectue cette opération et comment elle tend à augmenter le revenu brut ou net de la

¹ SMITH, I, p. 403.

société n'est pas d'une telle évidence et demande une plus ample explication ¹.

Reste à savoir comment cette substitution se fera. C'est ici la difficulté, et les passages où Smith essaye de la résoudre trahissent sa propre hésitation. Voici, en résumé, comment il se représente le mécanisme : au fur et à mesure que le papier est émis, la circulation sera *encombrée*; le public ne sachant qu'en faire, gardera le papier et exportera les espèces métalliques, l'or et l'argent quitteront le pays pour aller acheter des produits à l'étranger; après cette sortie, le pays se trouvera avec la même quantité d'instruments de circulation, mais avec une plus grande quantité d'objets utiles qui auront été achetés avec l'or et l'argent exportés. Ainsi, le revenu du pays sera augmenté, car la monnaie métallique ne fait pas partie du revenu de la société dans la conception bien connue de Smith, et tout sera pour le mieux. Il faut ici rappeler les termes mêmes dans lesquels Smith expose cet ensemble d'idées que personne avant lui n'avait encore produites ².

Supposons par exemple que toute la monnaie en circulation d'un pays s'élève à un moment donné à un million de livres sterling, cette somme étant alors suffisante pour financer la totalité de la production annuelle de la terre et du travail de ce pays. Supposons également que, quelque temps plus tard, différentes banques et banquiers émettent des billets à ordre payables au porteur pour une valeur de un million, gardant dans leurs coffres respectifs une réserve de 200.000 livres pour répondre aux demandes éventuelles. Il resterait donc dans la circulation 800.000 livres en or et en argent, et un million de billets, soit en tout 1.800.000 livres de papier et de monnaie. Mais la production annuelle de la terre et du travail n'avait exigé jusque-là qu'un million pour le financement et la distribution aux consommateurs. Or ces opérations de banque ne peuvent avoir un effet immédiat sur le développement de la production annuelle. Un million serait donc encore suffisant. Les denrées achetées et vendues étant exactement les mêmes qu'auparavant, la même quantité de monnaie suffira pour les acheter et les vendre. Le canal de la circulation, si je puis me permettre cette expression restera exactement le même. Nous avons supposé qu'un million était suffisant pour le remplir. Tout ce que l'on y versera donc au delà de cette somme ne pourra y couler et débordera. 1.800.000 livres y sont versées. Par conséquent, 800.000 livres doivent déborder, cette somme dépassant ce qui peut être absorbé dans la circulation du pays. Mais quoique cette somme ne puisse être employée à l'intérieur, elle est

¹ SMITH, I, p. 275.

² SMITH, I, p. 276.

trop précieuse pour rester improductive. Elle sera donc envoyée à l'étranger pour y chercher cet emploi profitable qu'elle ne peut trouver à l'intérieur du pays. Mais le papier ne peut émigrer; parce que, loin des banques qui l'ont émis et du pays où le paiement peut en être exigé par la loi, il ne sera pas reçu en paiement. En conséquence, 800.000 livres en or et en argent seront envoyées à l'étranger et le canal de la circulation intérieure restera rempli avec un million de papier, au lieu du million de ces métaux qui le remplissait autrefois ¹.

Et il conclut :

Lorsqu'on substitue le papier à la monnaie d'or et d'argent, la quantité de matériaux, d'outils, et de subsistance que peut fournir tout le capital circulant peut être accrue de la valeur totale de l'or et de l'argent qui étaient employés à leur achat. La valeur de la grande roue de la circulation et de la distribution s'ajoute aux biens qui circulent et sont distribués grâce à cette valeur. L'opération, dans une certaine mesure, ressemble à celle d'un entrepreneur de grands travaux qui, par suite d'un progrès mécanique, détruirait ses anciennes machines, et ajouterait la différence entre le prix de celles-ci et celui des nouvelles machines à son capital roulant, en affectant cette somme au fond qui lui fournit les matériaux et les salaires pour ses ouvriers ².

Vient ensuite la célèbre comparaison si souvent citée où les effets de l'émission des billets sont comparés à ceux qu'aurait pour la culture dans un pays la substitution de l'aviation au transport par routes, celles-ci pouvant dorénavant être livrées à la charrue :

L'or et l'argent qui circulent dans un pays peuvent être justement

¹ Cf. encore t. I^{er}, p. 283 : « Tout le papier-monnaie de toutes catégories qui peut aisément circuler dans un pays quelconque ne peut jamais excéder la valeur de l'or et de l'argent qu'il remplace ou qui (le commerce étant supposé le même) y circulerait si le papier-monnaie n'y existait pas. Si, par exemple, le billet de 20 shillings est la plus basse coupure circulant en Ecosse, la totalité de cette monnaie qui y circule aisément ne peut dépasser la somme d'or et d'argent qui serait nécessaire pour négocier les échanges annuels d'une valeur de 20 shillings et au-dessus négociés dans ce pays. S'il arrivait que le papier dépassât cette somme, comme l'excédent ne pourrait être ni exporté ni employé dans la circulation du pays, il retournerait immédiatement aux banques pour être échangé contre de l'or et de l'argent. Beaucoup de gens s'apercevraient immédiatement qu'ils ont plus de ce papier qu'ils n'en ont besoin pour leurs affaires en Ecosse même, et comme ils ne pourraient l'exporter, ils en exigeraient des banques le paiement immédiat. Une fois ce papier superflu converti en or et en argent, ils en trouveraient facilement l'emploi à l'étranger, ce qui serait impossible s'il était resté sous la forme de papier. Il y aurait donc immédiatement un « run » sur les banques pour tout ce papier superflu et si celles-ci témoignaient de quelque lenteur ou de quelque résistance dans le paiement, l'alarme que cela occasionnerait provoquerait nécessairement une plus grande extension de ce mouvement. »

² SMITH, t. I^{er}, p. 279.

comparés à une grand'route qui, tandis qu'elle sert à la circulation et au transport au marché de toute la production de l'herbe et de blé du pays, ne produit elle-même pas la moindre gerbe de l'un ni de l'autre. Les opérations judicieuses de banque, en fournissant, si je puis me permettre une métaphore aussi violente, une sorte de route pour le transport à travers les airs, permettent au pays de transformer une grande partie de ses grand'routes en bons pâturages et en champs de blé, et par là d'augmenter d'une façon très considérable le rendement annuel de sa terre et de son travail ¹.

Il est difficile d'imaginer une plus complète confusion des idées. D'abord, sur le mécanisme même par lequel les métaux précieux sont exportés en cas d'émissions exagérées. Thornton montrera en détail comment les choses se passent : l'excès des billets de banque entraîne un accroissement des prix intérieurs provoquant une balance des comptes défavorable et des sorties d'or. Smith ne dit rien de tout cela. Il se borne à constater les demandes d'or sans les expliquer, et Thornton a raison quand il écrit que ce passage de *La Richesse des Nations* est « particulièrement défectueux et peu satisfaisant » ².

Plus choquante encore est l'idée que le montant de la monnaie de papier ne peut dépasser ce qu'aurait été celui de la monnaie métallique en l'absence de banques. Car à quoi servent les banques ? Justement à faire circuler plus vite la monnaie et cet accroissement dans la rapidité de circulation se traduit par une émission de billets. Quand on se sert exclusivement d'espèces, personne ne peut distinguer celles qui sont directement dépensées par leurs propriétaires et celles que les banques ont remises en circulation par le crédit. L'invention du billet de banque a précisément pour résultat de matérialiser en quelque sorte aux yeux de tous cette remise en circulation par l'accroissement du nombre des billets émis. Il faut donc de toute nécessité que les billets viennent *accroître* le montant des espèces, et que la totalité des instruments de circulation dépasse celui qui existait avant l'établissement des banques. Sans quoi les banques ne serviraient à rien.

Aussi étrange est l'idée que l'*avantage économique* des billets est de faire sortir les métaux précieux du pays. Qu'un excès de crédit (et pas seulement de billets) fasse sortir l'or du

¹ SMITH, I. I^{er}, p. 304.

² THORNTON, *An Inquiry...*, p. 203.

pays, c'est là une vérité incontestable et que Smith a très bien vue. Mais y voir l'*avantage* essentiel des banques d'émission c'est commettre une étrange erreur. L'avantage économique de l'émission des billets est de *mieux utiliser les métaux précieux existant* en les faisant circuler plus vite, nullement de les faire disparaître. Car cette rapidité de circulation de la monnaie est le moyen de faire circuler plus rapidement les *denrées* et le *travail*, ce qui seul importe à l'économie du pays. Le crédit permet d'utiliser plus complètement toutes les forces productives. Cet accroissement d'activité constitue le bienfait apporté par le crédit et non pas la prétendue liquidation à l'extérieur des métaux précieux que Smith imagine et qui d'ailleurs ne correspond à aucune réalité, car la sortie des métaux précieux n'a lieu qu'en cas d'*excès* de crédit et en constitue le plus visible indice. Smith lui-même ne fait-il pas remarquer que depuis l'introduction des banques le commerce de Glasgow a triplé? Voilà le véritable effet du crédit, et non la liquidation sur les marchés étrangers du stock des pièces inutilisées.

Cette notion d'une économie de métaux précieux comme principal effet de l'introduction du billet de banque a fini par dominer entièrement la pensée de Smith et si elle l'a fait, c'est qu'en réalité il partage sur la nature de la monnaie les idées mêmes de Law : la monnaie n'est qu'un « bon d'achat ». « Une guinée peut être considérée comme une traite tirée sur tous les commerçants du voisinage pour un certain montant d'objets nécessaires et avantageux¹. » N'est-ce pas l'équivalent de la phrase de Law que nous avons citée plus haut? Cette identité de conception entre Law et Smith n'a pas été suffisamment remarquée. Elle est pourtant fondamentale; elle explique beaucoup des erreurs de la doctrine monétaire anglaise au cours du siècle suivant. Smith pas plus que Law ne veut considérer la monnaie métallique comme un *bien durable* dont la fonction fondamentale est de *conserver la valeur* des services et des produits vendus, en vue de l'avenir; il oublie totalement sa fonction d'*épargne*, comme dira Walras (d'autant plus nécessaire quand l'activité commerciale s'accroît); il néglige ce rôle de pont entre le présent et l'avenir qu'elle joue à toutes les époques et qui est son rôle essentiel; il n'y veut voir qu'un bon d'achat

¹ SMITH, t. 1^{er}, p. 274.

immédiat, qu'un instrument de distribution des biens, et non de conservation. Elle est pour lui avant tout « la grande roue de la circulation ». De là ce long et fastidieux chapitre d'une structure si confuse (le chapitre II du livre II), où il s'efforce péniblement de faire comprendre que la monnaie fait partie du capital et non du revenu d'une société, et qui aboutit à la phrase caractéristique :

La monnaie, par conséquent, la grande roue de circulation, le grand instrument de commerce, comme tous les autres instruments de commerce, quoiqu'elle fasse une partie, et une partie très précieuse du capital, ne fait pas partie du revenu de la société à laquelle elle appartient; et quoique les pièces de métal dont elle est composée, dans le cours de leur circulation annuelle, distribuent à chaque homme le revenu qui lui appartient proprement, elles ne font elles-mêmes pas partie de ce revenu. (Tome I, p. 275.)

Si vraiment la monnaie métallique n'est pas un revenu, si elle n'est qu'un « instrument » coûteux, il est clair alors que toute économie de monnaie métallique, est un grand bienfait. Mais c'est là justement l'illusion.

Cette idée cependant a été saisie avec un empressement extraordinaire et a eu un succès prodigieux¹. Reprise par Ricardo, adoptée par le comte Mollien et par J.-B. Say, elle a dominé la pensée des écrivains anglais au cours du XIX^e siècle. La conviction que l'emploi de la monnaie métallique est un système rétrograde et coûteux, et que cet emploi doit être découragé par tous les moyens, est profondément ancrée dans les conceptions bancaires et monétaires de la Grande-Bretagne. Pendant longtemps, on n'a apprécié l'emploi du chèque et du billet de banque que sous ce point de vue. On a vu dans ces deux instruments de simples moyens d'économiser la monnaie. On a fait de cette idée le guide de la politique monétaire du pays et on en a tiré les conséquences les plus fâcheuses. L'idée correspond d'ailleurs aux qualités remarquables de banquiers qui caractérisent les Anglais. L'art d'utiliser au maximum les espèces déposées chez eux et de développer tous les moyens de crédit n'a nulle part été poussé plus loin qu'à Londres. Mais cette qualité reconnue, l'application de la maxime de Smith, reprise par tant d'auteurs après lui, a conduit l'Angleterre à

¹ L'éminent économiste américain, SPRAGUE, la critique, comme nous-même dans l'article *Banknote* de l'*Encyclopédie des Sciences sociales*.

sous-évaluer l'importance d'un stock monétaire important pour soutenir un vaste édifice de crédit. Thornton l'a bien compris et Tooke mieux encore. Elle a induit à réduire au minimum l'encaisse de la Banque centrale, à critiquer âprement les banques d'émission plus prudentes qui se constituaient de fortes réserves métalliques dont l'Angleterre a d'ailleurs, pendant la guerre, apprécié tout l'intérêt et qu'elle s'est hâtée d'attirer à elle. Elle est donc à la source d'erreurs graves dans la politique monétaire anglaise, erreurs souvent soulignées par des écrivains clairvoyants depuis Thornton jusqu'à Tooke et plus tard Hartley Withers. Nous aurons à en reparler dans le chapitre sur les doctrines relatives aux banques centrales.

Cette même conception, reprise par Mollien et par le premier Consul, conduira à l'idée fort voisine d'après laquelle l'émission du billet de banque est une création de monnaie et le droit de l'émettre un droit de « battre monnaie » constituant un privilège qui doit être contrôlé par l'Etat, tandis que l'émission de chèques reste en dehors de son contrôle.

Cette idée d'économie monétaire est si lourde d'équivoque qu'elle mérite de nous arrêter un instant. Elle revient en réalité à l'idée déjà critiquée chez Law et que Smith a reprise, d'après laquelle augmenter la quantité de monnaie existante ou la faire circuler plus vite sont une seule et même chose¹. Cette idée, nous l'avons dit, est entièrement fausse.

Certes l'emploi du crédit dans un pays permet de tirer plus d'avantage de la monnaie qui y circule. Certes, la monnaie métallique pas plus qu'aucune autre denrée, le vin ou le blé, n'est avantageuse à acquérir indéfiniment. Elle n'est utile que dans certaines limites et son achat par des marchandises exportées ne saurait constituer le but du commerce extérieur. Certes, l'emploi développé du crédit dispense un pays, *dont l'activité est à un certain niveau*, d'importer autant de monnaie qu'il lui en faudrait sans cela pour entretenir la même activité ou la développer. Encore ne faut-il pas oublier, lorsque ce pays fait beaucoup de crédits internationaux, qu'il doit renforcer sa base métallique à proportion des demandes de remboursement extérieur dont il peut être l'objet. Mais ce qui est en tout cas absurde, c'est de mesurer l'utilité du crédit par l'économie de

¹ Cf. pour l'expression de cette idée le passage de Smith, t. 1^{er}, p. 27.

métaux précieux que celui-ci permet de faire, alors que personne ne peut dire quelle quantité de métaux précieux *serait nécessaire si le crédit n'existait pas*. Mesure-t-on les avantages que nous procure la lumière électrique, par le nombre de chandelles que cette lumière nous évite d'acheter *aujourd'hui*, alors qu'en l'absence de la lumière électrique, nous nous contenterions évidemment d'une *moindre* lumière que celle à laquelle l'électricité nous a accoutumés? Mesure-t-on l'avantage de la navigation à vapeur par le nombre des bateaux à voile *qu'elle nous épargne* de construire? La navigation à vapeur permet de faire des transports auxquels on n'aurait jamais songé avec la navigation à voile et il est absurde de penser qu'en se procurant un nombre suffisant de bateaux à voile un pays pourrait faire tout ce qu'un autre fait avec des bateaux à vapeur. Smith, en réalité, n'a pas aperçu que le crédit est un des moyens par lesquels se manifeste l'activité d'un pays, bien plutôt qu'un moyen de remplacer la monnaie métallique (résultat accessoire et qu'on ne peut même jamais constater car, dans un pays progressif, monnaie et crédit s'accroissent ensemble). Surtout, il n'a pas vu que le crédit ne remplace la monnaie métallique ni dans son rôle de conservateur de la valeur, ni dans son rôle de soutien des prix.

Nous touchons ici à un dernier problème abordé par Smith auquel il ne donne pas non plus une réponse vraiment satisfaisante, mais qui est trop important pour que nous n'en parlions pas dès maintenant : *l'action du billet de banque sur les prix*.

Sa solution est la suivante. S'agit-il de papier-monnaie inconvertible ou convertible seulement au bout d'un temps plus ou moins lointain, comme celui des colonies américaines? Alors la valeur de ce papier par rapport aux métaux précieux fluctuera certainement, soit à cause de l'incertitude du remboursement, soit même s'il n'y a pas d'incertitude, parce que la valeur *actuelle* d'un billet remboursable par exemple dans quinze ans (et ne portant pas d'intérêt, ce qui était le cas pour les papiers des colonies américaines), n'est pas la même que sa valeur future à la date du remboursement. La dépréciation au change de tous ces papiers, ajoute Smith, a démontré l'im-

possibilité de les maintenir au pair dans ces conditions, malgré toutes les dispositions légales en sens contraire.

Ce passage montre que Smith connaissait fort bien les raisons qui font varier la valeur d'un papier-monnaie inconvertible, beaucoup mieux par exemple que Ricardo, lequel attribuera uniquement à la *trop grande quantité* de ce papier les fluctuations de sa valeur. Smith a également bien aperçu le rôle — totalement oublié, nous le verrons, par Ricardo — joué par la *demande* dans les fluctuations du cours de ces papiers-monnaie; il remarque, par exemple, que le fait par les gouvernements coloniaux de les recevoir au pair en paiement des taxes a contribué souvent à leur conférer « une valeur additionnelle » et même parfois à faire apparaître une prime du papier sur le métal ¹.

En tout cas, la dépréciation du papier aura nécessairement pour effet d'augmenter les prix de tout le montant de la dépréciation dans le pays où il circule.

Par contre, s'il s'agit de papier constamment remboursable à vue, les prix ne pourront pas augmenter.

Une monnaie de papier consistant en billets de banque, émis par des personnes d'un crédit indiscutable, payables à vue sans aucune condition, et en fait toujours payés aussitôt qu'ils sont présentés, est, sous tous les rapports, égale en valeur à la monnaie d'or et d'argent; puisque la monnaie d'or et d'argent peut être obtenue en échange. Tout ce que l'on achète ou vend contre un papier de ce genre doit nécessairement être acheté ou vendu aussi bon marché qu'on l'aurait contre de l'or ou de l'argent ².

Nous sommes en plein ici dans la controverse que soulèvera la querelle du *Currency* et du *Banking principle*, et

¹ SMITH, t. I^{er}, pp. 307 à 311. Les émissions coloniales ont été étudiées à fond, d'une manière très intéressante, dans un article de M. Curtis NETTLE, publié en janvier 1934 dans la revue *Economic History* (supplément de l'*Economic Journal*). L'auteur, parlant des interprétations différentes de Smith et de Ricardo au sujet de la dépréciation de ces papiers-monnaies, a une tendance à donner raison à Ricardo (cf. p. 54). Son argument est que plusieurs de ces papiers-monnaies ont conservé le pair aussi longtemps que leur émission n'a pas été surabondante. L'auteur se hâte d'ailleurs d'ajouter très justement qu'il y a une relation étroite entre l'excès d'émission et la diminution de sécurité du papier de sorte que la thèse de Smith par ce détour pourrait se retrouver vraie. D'autres écrivains américains (Ely et Laughlin) penchent au contraire en faveur des vues de Smith. La vérité, c'est qu'à partir du jour où un papier est inconvertible, et où sa valeur dépend de l'appréciation de ceux qui le demandent ou l'offrent, tout peut arriver : même que ce papier augmente de valeur et dépasse le pair. Tooke l'a fort bien noté.

² SMITH, t. I^{er}, p. 307.

Smith, chose intéressante, prend à l'avance position dans le même sens que Tooke.

Il se place, qu'on le remarque bien, car c'est essentiel, dans l'hypothèse d'une *longue période*. Il compare les prix entre le début et le milieu du siècle en Ecosse, et constate que la multiplication des billets de banque pendant cette période n'a pas fait monter leur niveau. Il oppose nettement sous ce rapport le billet de banque au papier-monnaie. Dans un pays où le billet est convertible, les prix sont ceux mêmes qui résultent de la quantité d'or et d'argent. Dans les pays à papier-monnaie la dépréciation du papier les fait monter. C'est la position même que Tooke prendra plus tard, et il est intéressant de noter dès maintenant que Smith, s'il confond le billet de banque et la *monnaie métallique* en les considérant comme des substituts l'un de l'autre, ne confond pas, comme le fera Ricardo, le billet de banque et le papier-monnaie. Dans cette longue controverse qui divisera Tooke et ses adversaires, et où ceux-ci réussiront à confondre toutes les espèces de monnaies de papier, Smith a choisi et bien choisi. Pour Smith, le crédit ne saurait influencer les prix *à la longue*. Le niveau de ceux-ci dépend essentiellement sur de longues périodes de la relation entre l'accroissement plus ou moins rapide des marchandises et celui des métaux précieux.

Mais si la solution de Smith est juste, l'argument sur lequel il la fonde ne vaut rien. Il invoque en effet la théorie déjà exposée plus haut, en vertu de laquelle le billet de banque se borne à déplacer une quantité de monnaie métallique égale au montant des billets émis, et n'augmente pas le montant des instruments de paiement ¹. Si cette vue était juste, elle ferait obstacle à toute action du billet de banque sur les prix *aussi bien pour les courtes que pour les longues périodes*. Or cette action est certaine. L'abondance ou la restriction du crédit sous toutes ses formes a incontestablement une influence sur les mouvements de courte durée des prix, soit qu'elle accompagne, soit qu'elle provoque elle-même ces mouvements. Par contre cette action (et nous le verrons plus en détail en parlant de

¹ SMITH, I, p. 307. « Comme la quantité d'or et d'argent qui est enlevée à la circulation est toujours égale à la quantité de papier qui y est ajoutée, le papier-monnaie n'augmente pas nécessairement la quantité totale de la circulation. »

Tooke), n'est durable qu'à la condition d'être soutenue par une augmentation simultanée de la quantité de monnaie métallique. Si cette augmentation ne se produit pas, ou si même il y a diminution de monnaie métallique, la hausse des prix due à l'accroissement du crédit (représenté par le billet de banque ou par le gonflement des comptes créditeurs) ne tarde pas à faire place à une baisse. Le crédit se contracte après une courte période d'expansion. C'est qu'en effet la manière dont le crédit agit sur les prix est différente de celle dont agit la monnaie. Smith ne l'a pas compris. L'augmentation de crédit n'équivaut pas, comme il le croit, à une augmentation de monnaie. Il s'agit de deux phénomènes différents, qu'il n'a pas plus su distinguer que Law ne l'avait fait.

Faisons ici une dernière remarque qui mérite de retenir un instant l'attention du lecteur.

En disant que la valeur du billet de banque convertible est toujours égale à celle du métal qu'il représente, Smith semble dire une chose évidente. Son observation mérite cependant qu'on s'y arrête un peu plus longtemps qu'il ne l'a fait lui-même. Elle est vraie sans restriction à *l'intérieur d'un pays donné*. Mais *la valeur même du métal dans ce pays peut être modifiée par l'émission des billets de banque*. Les fluctuations des changes traduisent alors cette variation. L'or en Angleterre peut en effet valoir momentanément moins que l'or en France, par exemple, ou inversement. Cela se produit quand une inflation de crédit (se manifestant par une multiplication de billets de banque) *élève le niveau des prix en Angleterre* et modifie, en conséquence, les importations et les exportations. Dans ce cas, les changes deviennent défavorables à l'Angleterre. A Paris, les lettres de change sur Londres tombent au-dessous de la parité métallique et pourvu que l'écart soit suffisant, il y a avantage à faire venir de Londres à Paris des pièces d'or qui, vendues à la Monnaie française contre des pièces françaises ou à la Banque de France contre des billets, rapporteront à Paris un montant de francs-or un peu supérieur à celui dépensé pour acheter la lettre de change sur Londres. En d'autres termes, l'or à Londres payé en francs vaut dans ce cas un peu moins que l'or à Paris également payé en francs. Qu'est-ce à dire? sinon que la monnaie anglaise — billets et espèces — a perdu

de son pouvoir d'achat vis-à-vis des monnaies étrangères, en même temps qu'elle a perdu de son pouvoir d'achat vis-à-vis des marchandises anglaises. C'est l'effet normal d'une inflation de crédit sur une place, quand la même inflation ne se produit pas simultanément sur les autres. Le résultat bien connu est une sortie d'or du pays où l'inflation se produit. La cause initiale est l'exagération du crédit, ou en nous replaçant à l'époque de Smith, la multiplication des billets de banque, entraînant une diminution dans le pouvoir d'achat à la fois du billet et des espèces. La sortie d'or en obligeant alors l'Angleterre à restreindre le crédit vient corriger la situation.

Smith n'a pas aperçu cet enchaînement que Thornton par contre a admirablement décrit et qu'il était utile de signaler dès maintenant.

Car Smith a effleuré toutes les grandes questions que soulèveront au XIX^e siècle les phénomènes de crédit et de monnaie. Les réponses qu'il y a apportées, comme celles qu'il a données à beaucoup d'autres problèmes, sont assez équivoques. Il a clairement énoncé certaines vérités importantes. Il n'a souvent pas trouvé les vraies raisons de ces énoncés. Là où les arguments lui manquent, il y supplée par un admirable bon sens. Il n'évite pas néanmoins certaines confusions. Celle qu'il a faite entre le crédit et la monnaie, l'idée que l'une peut se substituer à l'autre et que leurs effets s'équivalent, n'est pas la moins lourde de conséquences pour la doctrine ultérieure.

§ 5. — Le comte Mollien

La conception française du billet de banque est née directement de celle de Smith. Le seul Français qui, au commencement du XIX^e siècle, ait eu des idées personnelles sur ce sujet¹, le comte Mollien, se réclame expressément et à chaque instant du grand Ecossais². Il en a reproduit, dans ses *Notes à l'Empereur*, les idées essentielles et s'est efforcé de les faire pénétrer dans les statuts de la Banque de France.

Si Mollien est tout rempli des idées de Smith, qu'il consi-

¹ J.-B. Say et Sismondi se bornent à recopier Smith.

² *Mémoires*. t. I^{er}, p. 15.

dère lui-même comme son guide, il est aussi l'homme qui, de 1774 à 1791, s'est trouvé en l'espace de dix-sept ans sous les ordres de quinze ministres des Finances¹, qui a connu Turgot, Necker, et surtout Calonne, qui a su profiter des conversations brillantes et suggestives du banquier suisse Penschaud, grand adversaire de Necker et grand admirateur des choses anglaises, dans le salon duquel se réunissait tout ce qui, à la fin de l'Ancien Régime, s'intéressait aux finances privées et publiques. Il a vécu l'expérience des assignats, les dangers de la Terreur. Puis volontairement et pour son instruction personnelle, il a quitté la France en 1798 pour étudier à Londres le fonctionnement de la Banque d'Angleterre qui vient de suspendre le remboursement des billets. Il constate alors avec étonnement la facilité avec laquelle le cours forcé s'établit. Il observe comment « dans le pays du monde qui a le plus de paiements à renouveler, le plus de salaires à régler, le plus d'échanges à solder, le gouvernement, les consommateurs, les manufacturiers, les divers pourvoyeurs avaient pu remplir leurs engagements, garder leur crédit intact, conserver tous leurs rapports mutuels et maintenir dans tous les détails du mouvement social la régularité ordinaire »². Il admire sans réserve comment « le plus grand procès qu'une nation pût avoir avec les actionnaires, les administrateurs, les créanciers d'une banque, venait de se terminer en deux jours comme une transaction de famille »³. Un siècle plus tard le monde verra avec la même admiration l'Angleterre abandonner l'étalon or en pleine paix, sans que la confiance en sa monnaie ait subi la plus petite atteinte chez les porteurs de billets.

De son voyage, Mollien rapporte un respect qui ne s'est jamais affaibli pour la structure économique et bancaire de l'Angleterre. Il mesure justement la grandeur de l'écart entre l'organisation rudimentaire du crédit en France, et celle si perfectionnée qui existe déjà à Londres, et il reste résolu, non pas à copier l'Angleterre, mais à trouver chez elle des exemples. Ses idées sont exposées dès 1802, dans une note au Premier Consul⁴. Elles se fortifient lors de la crise bancaire qui éclate

¹ *Mémoires*, t. I^{er}, p. 3.

² *Ibid.*, p. 187.

³ *Ibid.*

⁴ Reproduite dans les *Mémoires*, t. I^{er}, pp. 293 et suiv., et en appendice

à la veille de la campagne d'Austerlitz. Elles sont résumées de nouveau en 1810, dans la célèbre note du Havre rédigée à l'occasion des avances que l'empereur voulait, à travers la Banque, faire aux manufacturiers gênés par le blocus continental ¹.

On ne s'étonnera donc pas de trouver, dans les idées de Mollieu les mêmes incertitudes que dans celles mêmes de Smith. Chez Mollieu, d'ailleurs, ce qui domine ce sont les vues pratiques et positives, quoiqu'il se montre volontiers théoricien à ses heures. Mais avant tout il veut éviter à la Banque de France le sort qu'ont eu ses deux prédécesseurs, la Banque générale de Law et la Caisse d'escompte de Turgot.

Après John Law, spéculateur illuminé, après Cantillon, banquier heureux et prudent, après Smith, professeur et philosophe, il nous reste à entendre sur le rôle du billet de banque un administrateur et un fonctionnaire préoccupé de faire enfin réussir une institution qui jusqu'alors n'avait jamais pu s'acclimater en France à cause des dangers spéciaux qui la menaçaient.

Ces dangers viennent à la fois d'un pouvoir toujours à court d'argent et soucieux de tout soumettre à ses buts politiques, et des banquiers mêmes chargés de la direction de la banque et trop volontiers tentés de la faire servir à leurs intérêts personnels. Mollieu entend l'abriter de ces deux côtés à la fois. Les préceptes pratiques et simples de Smith lui fournissent, à cet effet, une doctrine parfaitement adaptée.

Une banque d'émission doit uniquement escompter de bons effets de commerce; elle écarte ainsi les sollicitations d'un pouvoir toujours en quête d'avances de trésorerie, et les facilités de caisse que ses directeurs pourraient exiger d'elles pour leurs affaires personnelles. « La qualité d'actionnaire ne donnera aucun droit particulier pour être admis aux escomptes d'une

dans le même volume. C'est dans cette note beaucoup plus que dans la note dite du Havre qu'on trouve les plus importantes des idées de Mollieu.

¹ La note du Havre est résumée dans le 3^e volume des *Mémoires*, pp. 144 et suiv. Son texte exact a été publié par Wolowski dans son ouvrage sur les banques. Cette note plut tellement à Napoléon qu'il songea à la faire imprimer, puis il se borna à la faire remettre aux régents de la banque qui, s'il faut en croire Mollieu, n'y comprirent pas grand'chose; « la très grande majorité, nous dit Mollieu (t. III, p. 157), après avoir déclaré que la régence ne devait pas répondre sur de telles questions sans en avoir mûrement délibéré, délibéra en effet longtemps et finit par ne pas répondre ».

banque ¹. » Elle doit se garder avant tout des traites financières ou de complaisance, de ce « papier de circulation » ou « papier collusoire » qui ne représente pas des opérations commerciales réelles, et dont le paiement n'est pas garanti par « le contingent en monnaie réelle que chaque consommateur doit immédiatement ou médiatement lui fournir » ². C'est pour assurer la Banque que les traites ont bien ce caractère que l'exigence d'une troisième signature, celle d'un endosseur, est indispensable. Quant aux avances de trésorerie, Mollien y est résolument hostile ³, pour la raison que toute émission supplémentaire non demandée par les besoins du commerce refluerait certainement à la banque et provoquerait des demandes de remboursement.

Remarquons ici que Mollien ignore les véritables pratiques que la Banque d'Angleterre n'a pas cessé de suivre au cours du XVIII^e siècle. Ce qu'elle faisait essentiellement, c'était des avances de trésorerie; contrairement à ce que Smith recommande aux banques d'émission privées, la banque d'Angleterre se bornait en général à escompter les traites du Trésor, et n'intervenait sur le marché commercial que dans une mesure extrêmement restreinte. Thornton, dans son livre de 1802, en explique les raisons et nous aurons à les rappeler dans notre chapitre IX. Ainsi et sans qu'Adam Smith ait paru s'en apercevoir, la Banque d'Angleterre faisait d'une manière régulière des « open market operations ». Il a fallu les guerres napoléoniennes pour modifier momentanément cette situation. Mollien, en s'appuyant sur les préceptes de Smith, a donc appliqué à la Banque de France une doctrine qui en Angleterre était considérée comme bonne pour les banques privées, mais qui n'était nullement celle de la Banque d'Angleterre. On constate là un des premiers malentendus qui font, sous une apparence extérieure similaire, de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre, deux institutions très différentes.

D'ailleurs ces règles de conduite élémentaires et un peu

¹ Il est significatif des habitudes du temps que Mollien ait dû expliquer, dans une longue lettre à M. Perregaux, alors président de la régence de la Banque, que les actionnaires ne devaient pas avoir le privilège de se faire escompter avec deux signatures seulement. *Mémoires*, t. 1^{er}, pp. 341 et suiv.

² T. 1^{er}, p. 463.

³ T. II, p. 46.

simplicistes reposent sur une conception du billet de banque qui, comme celle même de Smith, n'est pas d'une parfaite netteté.

L'idée essentielle de Mollieu — idée très juste — est que le billet de banque émis dans les conditions qu'il dit, c'est-à-dire exclusivement contre des effets de commerce à court terme, ne fait que substituer un instrument de circulation à un autre existant déjà. Mollieu est très convaincu de la théorie « quantitative » du billet de banque. Si ce billet est en trop grande abondance, il perd nécessairement de sa valeur. Il développe cette idée à l'occasion de la crise de 1805, qui a servi de prétexte à la réorganisation de la Banque, suivant ses directives, et à l'occasion de laquelle Napoléon le choisit comme ministre du Trésor. S'il est émis contre de bonnes lettres de change, le billet ne fait que remplacer par un papier plus commode, ayant tous les caractères d'une monnaie, un papier à échéance créé par le commerce pour ses propres besoins. Mollieu, pas plus que Smith, ne se rend compte du mécanisme par lequel le papier émis en trop grande quantité reflue à la banque pour se faire rembourser. Sans doute à Paris, à l'époque où Mollieu écrit, ce mécanisme est des plus simples : la confiance dans le remboursement devient vacillante quand les billets se multiplient : le public alors s'assure de la remboursabilité par des demandes d'espèces. A Londres, le mécanisme est plus complexe; on ne se défie pas du billet, mais le trop-plein de crédit, en réagissant sur les prix, modifie la balance commerciale et provoque des sorties d'or. C'est ce que Thornton montre fort bien dans son ouvrage de 1802 que Mollieu n'a pas connu.

Cette idée que le billet se substitue simplement à la monnaie commerciale spontanée créée par le commerce est une idée juste, quoique incomplète, qui domine les conceptions de Mollieu. On en pourrait tirer cette conclusion qu'une banque d'émission, pourvu que tout marche bien, peut se passer sinon d'encaisse, au moins de capital. La note du Havre de 1810 développe cette idée. Mollieu aimait à représenter à l'empereur que, loin d'avoir besoin de ses capitaux, les actionnaires auraient dû (comme les fondateurs de la Banque d'Angleterre) lui verser un capital en échange de leur privilège. Quant à l'encaisse, Mollieu, au contraire, se rend très bien compte de sa nécessité pour assurer la remboursabilité du billet. Il l'indique dans

l'intéressant passage suivant, en ne pensant, comme on voit, qu'à une crise intérieure. Au même moment, Thornton en Angleterre considérait surtout l'encaisse comme une réserve pour les paiements extérieurs; rien ne marque mieux l'avance de l'opinion anglaise sur l'opinion française en matière de crédit.

Ce qui, dans l'opinion et pour les usages communs, confère à la monnaie d'une banque de circulation, c'est-à-dire aux billets au porteur signés par ses régents ou leurs commis, la valeur et le titre des espèces d'or et d'argent, c'est la certitude de leur conversion immédiate en cette monnaie réelle à la volonté de chaque porteur : pour remplir cette condition, une banque ne peut pas borner la garantie qu'elle doit au porteur de ses billets, à la valeur des effets de commerce en échange desquels elle a donné ces mêmes billets, quoique ceux-là représentent déjà une somme supérieure par l'addition du profit d'escompte qu'a retenu la banque : il faut qu'elle conserve en outre une masse d'espèces, constamment disponibles pour échanger ses billets, lorsque cet échange est réclamé par des convenances particulières; et une telle réserve cause déjà dans la circulation un premier vide qui légitime d'autant la présence des billets de banque; car le meilleur titre de toute monnaie est d'être nécessaire; mais ce serait évidemment exagérer la précaution jusqu'à l'absurde, que prétendre que cette réserve d'espèces soit égale au montant des billets qu'une banque met en circulation, si, outre le gage spécial que présente, pour les billets d'une banque, la présence dans ses portefeuilles des lettres de change qu'elle a escomptées, elle devait encore conserver dans ses caisses une somme d'écus égale au montant des mêmes billets, son existence serait à la fois impossible et inutile, car elle ne pourrait former cette réserve qu'en conservant dans sa caisse, en état de stagnation, au moins le capital de ses actionnaires ¹.

La réserve d'écus que garde une banque doit donc se mesurer sur le nombre et la nature des causes qui peuvent rendre les remboursements plus fréquents. Lorsque la marche d'une banque est régulière, et les affaires publiques dans un état calme, la banque n'a recours à sa réserve d'écus que pour satisfaire chaque jour à un petit nombre de demandes de remboursement, et le même jour fait souvent entrer dans sa caisse une même somme d'écus par une autre voie. Lorsqu'il y a quelque crise politique, les faux calculs, qui naissent d'un premier mouvement d'émoi, peuvent momentanément accroître la masse de ces demandes, surtout si la crise est de nature à opérer un ralentissement dans diverses opérations du commerce et à resserrer le canal de la circulation ².

L'idée que le billet n'est qu'un moyen de *faire circuler* les espèces déposées au préalable dans la banque est donc étrangère à Mollien. L'encaisse à ses yeux est un moyen accessoire d'as-

¹ Mollien vise ici la doctrine du gouverneur de la Banque, Cretet, qui voyait dans l'égalité de l'encaisse et de l'émission le but à poursuivre!

² MOLLIEU, *Mémoires*, t. 1^{er}, pp. 419-421.

sur la remboursabilité du billet, non la base sur laquelle repose tout le fonctionnement de la banque. Le billet, qui est dans sa pensée un substitut de l'effet de commerce, n'en est pas moins une monnaie, une « monnaie artificielle » comme il l'appellera. Son émission constitue donc un privilège, et, comme il ne cesse de le rappeler au premier consul, un privilège que la Banque n'a pas assez payé. Ce privilège, par sa nature, comporte un monopole. Aussi accepte-t-il volontiers la fusion en un seul des trois établissements qui, en 1802, émettaient des billets. Ce monopole, cependant, il ne le veut que pour Paris. Car il entend ne pas s'écarter du modèle anglais. A Londres, on ne tolère qu'une seule banque d'émission. Mais, au delà d'un certain rayon autour de la capitale, fonctionnent des banques privées émettant localement leurs propres billets. Il en doit être de même en France. Lyon et Rouen ont des comptoirs de la banque. Cela suffit. Il n'en veut pas d'autres. Que les villes désireuses de billets fondent leurs propres banques et prennent la responsabilité d'escompter les traites tirées sur leurs propres commerçants. Mais qu'elles ne chargent pas de cette responsabilité la Banque de Paris (comme l'appelle Mollien) qui a bien assez à faire à apprécier la valeur des signatures parisiennes ¹.

Toujours fidèle à la doctrine de Smith, Mollien voit l'utilité du billet dans l'économie de monnaie qu'il procure. Mais cette conception déjà erronée chez Smith ne cadre pas avec les autres idées de Mollien. Le billet est pour lui un substitut des *traites* mises en portefeuille par la banque; or, les traites *s'ajoutent* à la monnaie métallique; elles constituent une monnaie commerciale née spontanément pour *compléter* la circulation des espèces. Le billet, en se substituant aux traites, joue le même rôle qu'elles : il s'ajoute aux espèces, il ne les remplace pas. Mollien ici s'est borné à *jurare in verba magistri*.

C'est un bien autre service que Napoléon demandait à la banque : il voulait, grâce à elle, abaisser le taux de l'intérêt, et, au moment où il imposait par le blocus continental des difficultés graves au commerce français, apaiser les mécontentements des commerçants par des facilités presque illimitées

¹ Cf. *Mémoires*, t. III, pp. 145 et suiv.

de crédit. « Ce que vous devez dire au gouverneur de la banque et aux régents, écrit-il à Mollien le 15 mai 1810, c'est qu'ils doivent écrire en lettres d'or, dans le lieu de leur assemblée, ces mots : Quel est le but de la Banque de France? D'escompter les crédits de toutes les maisons de commerce de France à quatre pour cent ¹. »

Mollien à cette idée se récrie. Une telle politique encouragera les fausses traites, multipliera les billets et par là, en suscitant la défiance des porteurs, provoquera les demandes de remboursement et les risques d'une crise comme celle de 1805. Il se refuse absolument à entrer dans ces vues.

Cependant Mollien, s'il a l'intuition nette de la différence entre le crédit et la monnaie, ne parvient pas à la déterminer avec précision. Il avoue lui-même cette impuissance, en parlant quelque part de « la nature mystérieuse, je dirai même abstruse, du privilège qui attribue à une association d'intérêts privés la création et l'émission presque discrétionnaire d'une monnaie que le gouvernement le mieux assis ne pourrait pas sans danger fabriquer lui-même pour les dépenses du service public » ². Ainsi Mollien, après Smith, après Hume, reconnaît la difficulté de définir exactement le rôle et la nature du billet. Ailleurs, dans une note curieuse, il insiste sur la difficulté de différencier la monnaie de banque, la monnaie métallique et les assignats ³. C'est qu'à ses yeux, le billet reste toujours une monnaie, seulement son émission trouve dans le montant des lettres de change qu'il remplace une limite naturelle. C'est cette limite que Mollien, guidé par une sorte d'instinct, plus

¹ *Mémoires*, III, 145.

² T. III, p. 139.

³ « Comme la monnaie n'est en effet partout qu'un moyen, un instrument entre la production et la consommation, elle trouve toujours sa limite dans celle de son emploi. C'est ainsi que c'est sa nécessité même qui est son meilleur titre, et cela ne s'applique pas seulement à la monnaie que crée à bon marché une banque d'escompte : la même condition est imposée à la monnaie réelle, c'est-à-dire aux métaux précieux fabriqués en monnaie; avec la seule différence que si cette espèce de monnaie est de bon aloi, sa surabondance ne fait perdre à l'excédant que son office dans la circulation : elle retrouve sa valeur en redevenant simple métal, sauf le prix de la main-d'œuvre qui l'avait rendue monnaie... La surabondance des billets de banque, comme de toute monnaie de confiance, a bien d'autres conséquences graves, comme l'ont prouvé les assignats. *Signum numerarium (quale sit) non alias mensuram propriam habet quam in rebus numerandis ad transmissionem.* » (*Mémoires*, III, 152.)

que par une théorie précise, ne veut laisser à aucun prix franchir.

Au moment où Mollien formule pour l'empereur sa doctrine sur le billet de banque, un écrivain anglais, Thornton, directeur de la Banque d'Angleterre, vient de rédiger un traité du crédit qui envisage avec une ampleur toute nouvelle les aspects les plus variés du problème. Ce livre jouera un rôle décisif dans les discussions que le cours forcé du billet de la Banque d'Angleterre va susciter. Rien ne marque mieux l'écart entre le développement du crédit en France et en Angleterre que la comparaison du livre de Thornton avec les exposés concis et un peu secs de Mollien.

Mais avant d'analyser les idées de Thornton qui appartiennent déjà à une nouvelle période des doctrines monétaires, aboutissant aux célèbres traités de Ricardo et au *Bullion Report*, il nous faut examiner certains autres aspects de la doctrine du xviii^e siècle sur la monnaie, que nous avons dû négliger jusqu'ici.

CHAPITRE II

L'ACTION DES MÉTAUX PRÉCIEUX SUR LE NIVEAU DES PRIX ET SUR LE TAUX D'INTÉRÊT D'APRÈS LES DOCTRINES DU XVIII^e SIÈCLE

§ I. Jugements contradictoires sur l'importance de la monnaie métallique.
— § II. Croyance générale à l'action des métaux précieux sur le niveau des prix. Théorie de la vitesse de circulation. — § III. Relations entre l'abondance des métaux précieux et le taux de l'intérêt.

Le crédit, sous la forme spéciale du billet de banque, a fourni aux économistes du xviii^e siècle leurs doctrines les plus neuves. Mais d'autres problèmes monétaires les préoccupent aussi. Parmi eux, le principal est posé par l'afflux des métaux précieux. Quelle influence cet afflux exerce-t-il sur les prix et sur le taux d'intérêt? Le xviii^e siècle a répondu de la manière la plus claire à cette double question. Il a posé les bases d'une doctrine dont le xix^e siècle n'aura plus guère qu'à s'emparer, et à laquelle il ajoutera souvent plus de confusion que de clarté.

Cependant, un autre problème se pose encore aux économistes, un problème plus général et plus troublant, celui du rôle même et de l'importance des métaux précieux dans l'économie des peuples. Ce métal qui passe de main en main, qui ne se consomme pas, qui ne sert guère, en dehors de son usage monétaire, qu'à la fabrication des objets de luxe, n'est-il pas un moyen coûteux et superflu de faire circuler les marchandises? Ne pourrait-on le remplacer par un instrument plus simple et meilleur marché? L'action que l'or exerce sur les prix et par conséquent sur les revenus et les fortunes ne constitue-t-elle pas un paradoxe absurde? La prospérité ou la pauvreté des nations dépendrait-elle vraiment de son abondance

ou de sa rareté? N'y a-t-il pas là un mystère singulier? Et l'attachement des hommes à ces pièces d'or et d'argent n'est-il pas le résultat d'une immense illusion?

Ces questions, les philosophes, les historiens et même certains économistes, se les posent encore aujourd'hui. Les métaux précieux ont ce privilège que leur rôle et leur fonction paraissent inintelligibles à beaucoup d'hommes même cultivés. La découverte d'une mine d'or attire aussitôt des ouvriers et des spéculateurs. Mais l'homme de cabinet reste étonné et sceptique. Que l'essor ou la dépression d'une économie puisse être liée à la découverte de nouvelles mines d'or ou d'argent présente à son esprit quelque chose de choquant. Que l'étalon des valeurs, et avec lui le rythme plus ou moins rapide de l'activité économique, échappe à un contrôle raisonné lui semble une humiliation. La « raison » se refuse avec véhémence à l'acceptation passive d'un niveau ascendant ou descendant des prix contre lequel l'homme est aussi impuissant à réagir que contre la succession des années sèches ou humides. K. Wicksell, qui a profondément étudié ce sujet, déclare quelque part : « C'est une chose indigne de notre génération que, sans raison absolue, les facteurs économiques les plus importants soient abandonnés au pur hasard ¹. » A vrai dire lorsqu'il s'agit de définir quelle orientation du mouvement des prix, la hausse, la baisse ou la stabilité, est la plus conforme aux postulats soit de l'équité, soit de l'utilité, la raison, toujours si prête à critiquer et si lente à construire, s'est jusqu'ici révélée impuissante, et les plus ardents des réformateurs hésitent ².

La raison n'est pas moins déconcertée à la pensée que la découverte du métal le plus précieux n'a guère été jusqu'ici que *l'effet du hasard*, et que la science géologique n'a pas trouvé le moyen d'en proportionner la quantité aux besoins de l'homme. Nombre de romans ont imaginé ce qui se passerait si l'or pouvait être produit à volonté. Cependant de nos jours, les périodes de production hâtive ou ralentie des métaux pré-

¹ K. WICKSELL, *Interest and Prices*, Londres, 1936, p. 194. Ce livre est la traduction en anglais du premier ouvrage de l'auteur, *Geldzins und Güterpreis*, publié en 1898.

² Nous montrerons ces hésitations aux chapitres VIII et IX.

cieux ne paraissent plus autant qu'autrefois dépendre du seul hasard. Grâce aux progrès des méthodes d'exploitation, les mines répondent plus rapidement aux alternances de profits et de pertes, lesquelles correspondent elles-mêmes aux périodes de baisse et de hausse des prix. La dévaluation de la livre sterling, en augmentant les bénéfices des mines, a développé la production de l'or au moment même où le monde redoutait sa pénurie. C'est un élément nouveau introduit dans l'économie mondiale et que le XVIII^e siècle ne connaissait pas. Il soustrait dans une certaine mesure au hasard une production qui autrefois paraissait dépendre entièrement de la chance des découvertes. Néanmoins, l'impuissance technique à ajuster la production de l'or aux besoins (en supposant même que ceux-ci soient connus) persiste à troubler beaucoup d'esprits. L'homme jusqu'ici n'a pas découvert le moyen d'agir sur le niveau des prix-or plus qu'il n'a réussi à régler la quantité de pluie ou de soleil que les saisons dispensent à la terre. Heureusement, il n'a pas attendu, pour cultiver le sol et adapter son activité à la variété des saisons, d'exercer ce pouvoir impossible. Il n'a pas attendu non plus de savoir commander au niveau des prix, pour travailler, produire, inventer et épargner. Et sans doute, cela vaut mieux ainsi. Car l'autorité suprême chargée de fixer l'abondance des pluies ou du soleil ferait à chacune de ses décisions autant de mécontents que de satisfaits. Celle que l'on chargerait de fixer le niveau des prix, même si elle était purement nationale, ne manquerait pas de provoquer les mêmes déceptions et les mêmes rancunes; et si elle était internationale, ce sont des guerres qui sortiraient de ses décrets.

Ne trouvant pas le moyen de diriger les prix dans le monde, on s'en est pris au goût même du public pour l'or, et l'on a qualifié de « fétichisme » la persistance de son attachement à ce métal. Un inventeur de génie, M. Edison, demandait en 1907 : « N'est-il pas absurde d'avoir comme étalon des valeurs une substance dont la seule véritable utilité est de dorer les cadres des tableaux et de boucher les dents malades¹ ? » parole plus spirituelle que profonde, mais bien propre à satisfaire

¹ Cité par Irving FISHER : *Purchasing Power of Money*, p. 347, note.

tous les prophètes de nouvelles monnaies. Un président des Etats-Unis l'a suivi dans cette conception, dont l'expression catégorique et télégraphique a mis fin, en 1933, à l'une des plus grandioses conférences internationales.

D'autres insistent sur le caractère « fiduciaire » de la valeur que nous donnons à l'or, comme si par là on en réduisait l'importance. François Simiand a dit — et ce mot a été aussitôt salué comme une découverte : « L'or est la première des monnaies fiduciaires¹. » C'est cependant une très vieille formule. Avant lui, Marshall, Knut Wicksell, A. Wagner², et bien d'autres l'avaient employée. On semble, en s'en servant, dénoncer quelque chose d'artificiel ou d'imaginaire dans la valeur donnée à l'or par le public, et l'homme « raisonnable » en éprouve quelque satisfaction. A y regarder de plus près cependant, on s'aperçoit que *toutes les valeurs ont un caractère fiduciaire*. Toutes reposent en effet sur la croyance que *dans l'avenir les conditions qui donnent une valeur à un bien quelconque se perpétueront*. Que deviendra la valeur de la terre si demain la chimie découvre le moyen de produire en serre chaude, et sur un espace vingt fois plus petit, des récoltes doubles ou triples de celles d'aujourd'hui? Que devient la valeur d'un chemin de fer si l'automobile peut rendre les mêmes services, — d'une flotte maritime si l'aviation peut s'y substituer, — d'une mine de cuivre si l'aluminium le remplace dans tous ses usages? La valeur d'aucune richesse humaine n'est à l'abri d'une découverte qui rendrait cette richesse inutile. L'or ne fait pas exception.

¹ Cf. Simiand, in *Annales sociologiques*, Paris, 1934.

² L'idée que la valeur des métaux précieux a un caractère « fiduciaire » est en effet extrêmement ancienne. A. WAGNER, dans son premier et meilleur ouvrage, *Beitrag zur Lehre von den Banken*, Leipzig, 1857, p. 38, fait remarquer que l'emploi de l'or repose en partie sur la confiance que l'on a qu'il servira toujours de moyen d'achat. Il ajoute : « On a donc raison de dire de chaque emploi de monnaie, et par conséquent aussi de monnaie métallique, qu'il suppose, contrairement au troc, un certain développement de la confiance publique, et que par conséquent, *chaque monnaie repose en partie sur le crédit*. » La même idée se trouve un peu plus tard exprimée chez Mac Leod.

Marshall en 1899, devant le *Committee on Indian Currency* (cf. *Official Papers* by A. MARSHALL, p. 269), cherchant à établir dans la conception de la monnaie les points sur lesquels il y a accord entre les économistes, déclare : « Je pense que l'on est d'accord pour admettre qu'il y a quelque chose de fiduciaire dans la valeur de l'or et de l'argent; c'est-à-dire que leur valeur dépend en partie de la confiance avec laquelle d'une façon générale les gens comptent sur le maintien ou l'extension de la demande monétaire dont ils sont l'objet. »

Chose remarquable, la confiance du public dans l'or ne se laisse pas entamer par ces objurgations philosophiques. Beaucoup d'économistes l'en blâment. Mais le public a évidemment ses raisons et son affection pour l'or devient d'autant plus vive qu'on essaie de l'en priver. L'accumulation du métal jaune dans les banques centrales d'émission — qui d'ailleurs aboutit simplement à substituer à l'amour du public pour l'or l'attachement passionné des gouverneurs de ces banques pour leurs réserves métalliques — n'a servi qu'à incliner davantage le public à se créer des réserves individuelles. La thésaurisation de ces dernières années en est la preuve. Les racines de cet attachement du public à l'or, nous les examinerons en détail quand nous étudierons la « demande » des métaux précieux. Disons tout de suite qu'elles reposent sur une longue expérience de la stabilité de la valeur de l'or, sur une expérience non moins longue de l'instabilité des monnaies créées par les gouvernements. Cet attachement n'est qu'un des aspects de la lutte éternelle entre l'individu et l'État, — le premier voulant s'assurer lui-même contre les aléas de l'avenir, le deuxième voulant faire de la monnaie l'un des instruments de son arbitraire et s'en réserver le monopole.

§ I. — Jugements contradictoires sur l'importance de la monnaie métallique

Les perplexités que certains éprouvent encore aujourd'hui devant l'importance à donner au rôle de la monnaie, le *xviii^e* siècle les a bien connues.

Aucune époque n'a exprimé avec autant de virulence son mépris de la monnaie métallique, simple intermédiaire des échanges et vile comme tous les intermédiaires. Jamais, non plus, on n'a reconnu si généralement et si volontiers l'influence des métaux précieux sur les prix et sur l'économie du monde. Quant à la contradiction notée tout à l'heure entre le dédain des philosophes pour le métal précieux et la recherche passionnée, par les gouvernements comme par les particuliers, des moyens de s'en assurer la plus large portion possible, nous

la retrouvons aussi saisissante au XVIII^e siècle qu'aujourd'hui.

Le siècle débute par l'expérience de Law, inspirée par l'idée que l'abondance monétaire est l'instrument par excellence de la richesse. Mais après la catastrophe du Système, c'est à qui, parmi les hommes éclairés — de Cantillon à Hume, de Quesnay et Turgot à Adam Smith, de celui-ci à Thornton et à Ricardo¹ — insistera le plus sur l'idée que la monnaie n'est rien, que le travail de l'homme et les ressources naturelles sont tout. Car le dénigrement de la monnaie est une réaction non seulement contre les idées du vulgaire pour qui monnaie et richesse sont synonymes, non seulement contre les mercantilistes, dont la plupart ont perdu au XVIII^e siècle le fétichisme monétaire, mais surtout contre Law qui avait fait de la monnaie la source de toute richesse.

Certains vont plus loin et qualifient la monnaie de « fiction ». C'est une valeur « fictive », dit Hume dans son *Essai sur l'intérêt*². Déjà Locke l'avait dite « imaginaire », ce dont John Law l'avait repris. « L'or et l'argent sont une richesse de fiction ou de signe », écrit Montesquieu³. Il est difficile de comprendre ce que veulent dire exactement ces expressions. Elles marquent en tout cas le désir de rabaisser l'importance donnée

¹ TURGOT : « L'argent et l'or sont deux marchandises comme les autres, et moins précieuses que beaucoup d'autres, puisqu'elles ne sont d'aucun usage pour les véritables besoins de la vie. » *Réflexions*, § 30.

THORNTON : « M. Hume lui-même a remarqué que le besoin de monnaie ne peut jamais affecter un Etat dans ses transactions intérieures, car les hommes et les biens sont les véritables forces de toute communauté (*Essai XXV, Monnaie*). Il aurait pu ajouter : que le besoin de monnaie ne peut jamais affecter un Etat dans ses transactions avec les pays étrangers, à la condition qu'il possède en quantité suffisante les denrées et marchandises demandées à l'extérieur, et qu'il puisse les vendre à un prix en espèces inférieur à celui auquel les articles étrangers similaires peuvent être offerts. Le pouvoir de fabriquer à bas prix a beaucoup plus de valeur que n'importe quel stock de monnaie. » (*An Enquiry...*, p. 318.)

SMITH : « Il serait trop ridicule de prendre sérieusement la peine de prouver que la richesse ne consiste pas dans la monnaie ou dans l'or et l'argent, mais dans ce que la monnaie achète et que celle-ci n'a de valeur que par son pouvoir d'achat. Sans doute, la monnaie constitue toujours une partie du capital national, mais nous avons déjà démontré qu'elle n'en représente qu'une faible part, et toujours la moins productive. » (*Livre IV, ch. 1^{er}*.)

² « Money having chiefly a fictitious value, the greater or less plenty of it is of no consequence if we consider a nation within itself. » HUME, *Essays*, XXVI, *Of Interest*.

³ *Esprit des Lois*, l. XXI, ch. XXII.

à la monnaie et de la placer au-dessous des autres denrées qui, elles, ne sont pas « fictives ».

De là, l'idée très générale que l'on peut aisément remplacer la monnaie métallique par une autre et que plus on s'en passera mieux cela vaudra. Toute la doctrine du billet de banque de Smith est basée sur cette conception. C'est encore Smith qui a fourni l'argument en apparence le plus fort contre l'importance donnée à l'or ou à l'argent : « Les mines les plus abondantes du monde ajouteraient peu à la richesse du monde. Un produit dont la valeur provient surtout de sa rareté est nécessairement déprécié par son abondance ¹. » Réflexion d'ailleurs assez naïve et qui pourrait s'appliquer à n'importe quel bien. Si elle signifie simplement que les aliments ou les vêtements même surabondants conservent encore un attrait pour l'homme — par opposition aux biens ne servant pas directement à l'entretien de la vie —, elle n'est vraie que pour un homme isolé ou dans les conditions les plus primitives de l'humanité. L'or d'ailleurs a des qualités sans lesquelles sa rareté laisserait l'homme indifférent. Son inaltérabilité est peut-être plus remarquable encore que sa beauté.

Mais au moment même où l'on s'efforce de rabaisser l'opinion que le monde se fait de l'importance des métaux précieux, on est obligé de reconnaître le rôle qu'ils ont joué et qu'ils jouent encore comme facteurs de la prospérité générale. L'influence civilisatrice qu'a exercée l'afflux des métaux précieux d'Amérique, Turgot lui consacre un chapitre entier de ses *Réflexions*. « L'usage de l'argent, écrit-il, a prodigieusement hâté les progrès de la société ². » Hume, qui parlait de la valeur « fictive » de la monnaie métallique, exprime en termes énergiques sa défiance de la monnaie de crédit « que les étrangers refusent d'accepter en paiement et qui sera réduite à rien par un grand désordre survenant dans un Etat ». Il reproche au papier monnaie et aux banques de vider de leur or les pays

¹ Cité par RICARDO, *High Price of Bullion*, p. 16. Le passage se trouve dans le livre I^{er}, chap. XI, partie II de la *Richesse des Nations* (éd. Cannan, t. I^{er}, p. 174). A quelques pages de là, Smith proclame d'ailleurs que les métaux précieux sont très utiles, plus utiles que n'importe quel autre métal. Smith n'en est pas à une contradiction près dans les pages sur la monnaie qu'il a dispersées d'ailleurs aux quatre coins de son livre.

² *Réflexions*, etc. § XLVIII.

qui les adoptent. Il relève l'avantage qu'ont pour la France ses habitudes de thésaurisation et ses réserves de métaux précieux. « Les avantages de cette situation, dit-il, pour le commerce comme dans les grandes vicissitudes de l'Etat sont trop évidents pour pouvoir être niés ¹. » C'est Hume encore qui constatera l'effet stimulant pour l'économie de l'afflux des métaux précieux, tout en restreignant cet effet à la période de transition entre le niveau initial des prix et celui plus élevé auquel l'afflux d'or doit conduire². Cantillon, qui a si énergiquement insisté sur le rôle exclusif du travail et de la terre dans la formation des richesses, et qui plus qu'aucun autre écrivain a combattu les idées de Law, écrit par ailleurs, et non sans ironie : « Locke dit que le consentement des hommes a donné une valeur à l'or et l'argent. On n'en peut pas douter puisque la nécessité absolue n'y a point eu de part. C'est le même consentement qui a donné et qui donne tous les jours une valeur à la dentelle, au linge, aux draps fins, au cuivre et autres métaux. Les hommes, à parler absolument, pourraient subsister sans tout cela. Mais il n'en faut pas conclure que toutes ces choses n'aient qu'une valeur imaginaire ³. »

Nous avons dit au chapitre précédent toute l'importance qu'il leur attribue. Seul Smith, dans sa fougue antimercantiliste, reste intransigeant. Il maintient — et il a raison jusqu'à un certain point — que la découverte de l'Amérique a servi l'Europe bien plus par les débouchés nouveaux qu'elle lui a ouverts que par l'or et l'argent qu'elle lui a fournis. De même, un siècle plus tard, Marshall attribuera au libre-échange plus qu'à l'or californien la prospérité des années 1850 à 1870 ⁴. Mais les sages, comme Galiani et Turgot, savent bien que si l'or et l'argent ne font pas à eux seuls le bonheur ou la prospérité, on ne saurait cependant s'en passer. Sans doute, la vraie richesse est l'homme, écrit Galiani ⁵, mais la monnaie « est très utile comme le sang dans le corps de l'Etat »; « elle doit se maintenir dans certaines limites qui sont proportionnées aux

¹ *Essai* XXVII, p. 130.

² Cité par THORNTON, p. 262.

³ CANTILLON, p. 112.

⁴ Cf. plus loin, chap. VI.

⁵ Ch. IV, livre II.

veines à travers lesquelles elle circule; au delà ou en deçà de ces limites, elle devient mortelle au corps ¹ ».

Si des écrivains, nous passons aux hommes pratiques, que découvrons-nous? Jamais autant qu'au XVIII^e siècle, ce siècle où l'Europe est ravagée par la guerre, on n'a voué une foi aussi profonde aux bienfaits de la monnaie métallique. La stabilité et l'intangibilité des principaux étalons monétaires, ce sera l'une des conquêtes les plus précieuses de l'époque. L'Angleterre y tient et elle en est fière. A deux reprises, en 1695 et 1774, le gouvernement a procédé à une refonte des monnaies en rendant leur poids et leur titre originaires aux pièces usées et rognées, ce qui équivalait en réalité à une forte déflation, mais le principe du maintien de la valeur intrinsèque des monnaies est considéré comme intangible². L'essentiel, dit Cantillon, c'est de tenir la monnaie stable, quel qu'en soit le niveau. « Il importe peu ou point du tout quelle soit la valeur des espèces, pourvu qu'elle soit permanente ³. » Thornton relève avec fierté que l'Angleterre n'a jamais imité sur ce point les mauvaises pratiques du Continent. En France, depuis la dernière « augmentation » de 1726, on ne change plus la valeur de la monnaie jusqu'à la Révolution. La livre devient aussi fixe que la guinée. A peine le cours forcé établi en Angleterre à la fin du siècle, tout le monde se préoccupe des moyens de revenir le plus tôt possible aux espèces métalliques.

¹ TURGOT, *Œuvres*, éd. Schelle, t. II, p. 636, écrit à propos d'un mémoire de Praslin : « Je dirai seulement que l'auteur se trompe beaucoup en ne regardant l'argent que comme un *gage conventionnel des richesses*. Ce n'est point du tout en vertu d'une *convention* que l'argent s'échange contre toutes les autres valeurs : c'est parce qu'il est lui-même un objet de commerce, une richesse, parce qu'il a une valeur, et que toute valeur s'échange dans le commerce contre une valeur égale. » Dans les *Réflexions* (§ XLIII) il écrit : « Ils (les métaux précieux) ne sont point comme bien des gens l'ont imaginé : des signes de valeurs; ils ont eux-mêmes une valeur. S'ils sont susceptibles d'être la figure et le gage des autres valeurs, cette propriété leur est commune avec tous les autres objets qui ont une valeur dans le commerce. » Cette phrase paraît directement dirigée contre Montesquieu.

² Sur ces deux réformes, et surtout sur la première, on trouvera des détails précis dans ANDRÉADÈS, *Histoire de la Banque d'Angleterre*. Elle a été discutée d'ailleurs, par Law, qui — toujours déflationniste — l'approuve et critique vivement Lowndes, le fonctionnaire du Trésor qui aurait voulu au contraire qu'on réduisît le poids du shilling au niveau que l'usage lui avait donné. Cantillon, de son côté, rapporte une conversation avec Newton au sujet d'une réforme subséquente, où Cantillon aurait préféré qu'on suivît le prix du marché.

³ CANTILLON, p. 296. Nous avons déjà cité ce passage à la page 55.

Pitt ne cessera de prédire à la France que les assignats préparent sa défaite. Napoléon, à son tour, verra dans le cours forcé du billet de la Banque d'Angleterre le présage de la ruine espérée de l'Angleterre. Pour lui-même, il s'en tient à la monnaie métallique. Il n'hésite pas, imitant Frédéric II, à se constituer des réserves métalliques un peu partout ¹. En 1810, il montre à l'un de ses ministres les 400 millions d'or qu'il a fait mettre en réserve aux Tuileries pour faire face à la campagne de Russie ². La thésaurisation des particuliers n'avait pas cessé non plus, encouragée qu'elle était par les souvenirs de la période des assignats.

C'est que la communauté économique — malgré la levée de boucliers des économistes spéculatifs contre la monnaie métallique — continue à y croire. Certes, à regarder les choses de haut — de très haut — les seules choses qui comptent dans le progrès des richesses sont d'une part le travail et l'invention des hommes, d'autre part les ressources naturelles (mines, forêts, terres fertiles ou désertes) que la nature offre à leur activité. Mais une fois acceptée cette grande vue fondamentale, il reste que l'homme vit *en société*, que la vie sociale implique des *échanges* de services et de produits, que la plupart de ces échanges ne peuvent se faire *qu'après un intervalle de temps*, et que les biens qui permettent le mieux de parer aux incertitudes du temps, de s'assurer contre ses risques, de conserver pour parer à ces vicissitudes l'équivalent du travail et des services fournis sont les objets précieux, rares, durables et inaltérables, tels que l'or. Ces objets jouent donc nécessairement un rôle immense dans toutes les sociétés humaines — dans toutes celles au moins dont les membres ne limitent pas exclusivement leurs pensées au présent, mais pour lesquels *l'avenir est une réalité*. On sous-estime en général la place tenue par l'avenir dans l'activité économique. La pensée de l'avenir est constamment présente à l'esprit de l'industriel, du commerçant, de l'homme d'affaires. C'est à se faire une représentation de l'avenir — au point de vue des prix, des débouchés, des sources d'approvisionnements et des possibilités de vente — qu'il est

¹ Cf. sur ce point les *Mémoires* de MOLLIER, t. III, pp. 458 ss. et t. II, p. 77.

² *Mémoires* de CAULAINCOURT, t. I^{er}, p. 302.

surtout occupé. Or la monnaie stable, la monnaie métallique, *est le pont entre le présent et l'avenir*. C'est grâce à elle, et quand elle fait défaut, grâce à d'autres objets stables et précieux, que l'acteur économique peut attendre, se réserver un choix et calculer ses chances. Elle disparue, tout n'est plus qu'une devinette.

Le contraste entre la permanence de cette croyance et les vues philosophiques qui proclament la superfluité de la monnaie métallique est un des exemples nombreux des démentis que la vie sociale, avec les mécanismes qui lui sont propres, inflige à un rationalisme superficiel.

Ce contraste, Galiani l'a exprimé avec une force remarquable. Il faut ici lui faire une place de choix. Seul, peut-on dire, — mettant à part Turgot auquel le temps a manqué pour développer ses idées aussi justes sur ce point que sur tant d'autres — Galiani a su définir le rôle de la monnaie et son importance, sans tomber dans les exagérations ni de ceux qui la déprécient ni de ceux (plus dangereux à ses yeux parce que plus nombreux) qui se plaisent à l'exagérer. « La monnaie a été exaltée par beaucoup d'auteurs, elle a été injuriée par un beaucoup plus grand nombre avec des invectives atroces; je n'ai vu démontrer par personne de manière compréhensible en quoi elle est utile et excellente ¹. » « La monnaie consiste en morceaux de métal divisés par l'autorité publique en parties soit égales, soit proportionnées entre elles, lesquels se livrent et s'acceptent en toute sécurité par tous comme un gage et comme une assurance *perpétuelle* de recevoir des autres, à *n'importe quel moment*, un équivalent de ce qui a été livré pour obtenir ces morceaux de métal ². »

On remarquera les mots « *perpétuelle* » et « à *n'importe quel moment* » que nous avons soulignés. Ils prouvent que Galiani a parfaitement vu que ces « bons de marchandises » que sont les monnaies doivent pouvoir servir *indéfiniment* et qu'il a senti ce rôle de passerelle entre le présent et l'avenir que la

¹ Livre II, chap. 1^{er}, p. 96.

² Livre 1^{er}, chap. IV, p. 68. N'oublions pas cependant qu'à la page 147, chap. IV du livre II, Galiani dit que : « La monnaie n'est pas la richesse mais son image et l'instrument qui la fait circuler, — circulation grâce à laquelle s'il arrive quelquefois que la richesse s'accroisse, il arrive bien plus souvent qu'elle *semble* s'accroître, sans que cela soit vrai. »

monnaie métallique a pour fonction de jouer. Seul un objet universellement accepté peut remplir ce rôle, et pour pouvoir être universellement accepté — car c'est là ce qui caractérise la monnaie ¹ —, un objet doit, écrit-il, posséder les quatre qualités suivantes : « 1° il doit avoir une valeur intrinsèque et réelle, et être estimé par tout le monde de la même manière au même moment; 2° sa véritable valeur doit être facile à reconnaître; 3° il doit être difficile à altérer par fraude; 4° il doit avoir une longue conservation. »

Ces mêmes caractéristiques seront mentionnées par la plupart des écrivains du siècle, Smith en particulier (après Hutcheson) les reprendra quoique plus vaguement, et en insistant beaucoup plus sur le rôle de « grande roue de la circulation » joué par la monnaie que sur sa « longue conservation ». Mais elles sont formulées chez Galiani avec une précision qu'on ne trouve pas ailleurs. En dehors de son insistance sur ce rôle de « stock » de valeur, il y a dans l'exposé de Galiani un point particulièrement remarquable : c'est l'analyse des raisons pour lesquelles les métaux précieux ont une valeur non pas « imaginaire » ou « conventionnelle » (il consacre plusieurs pages à se moquer de l'idée d'une « convention » par laquelle les hommes auraient adopté l'or et l'argent comme monnaie) — mais basée comme toute valeur sur la *rareté* et l'*utilité* (entendue au sens de convenance aux goûts et aux désirs de l'homme). Ce chapitre remarquable où, bien avant Condillac et beaucoup mieux que chez Smith, sont réunis tous les éléments d'une vraie théorie de la valeur, aboutit à la conclusion que les métaux étant utiles et rares ont une valeur qui leur est propre en dehors de leur usage comme monnaie. « Laissant donc dans le mépris toutes ces considérations, filles d'une méditation superficielle et imparfaite, concluons une bonne fois que les objets qui apportent aux hommes le respect, aux femmes la beauté, aux enfants l'amabilité sont utiles et justement précieux. De ceci, on peut tirer la conséquence très

¹ C'est aussi ce caractère que C. Menger relèvera comme fondamental pour une monnaie.

importante que l'or et l'argent ont une valeur comme métaux avant d'en avoir une comme monnaie ¹. »

II. — L'action des métaux précieux sur les prix et la théorie de la vitesse de circulation

Quittons ces vues tout à fait générales sur la monnaie pour les vues plus précises des économistes du XVIII^e siècle sur le rôle des métaux précieux et l'influence de leur accroissement sur les prix et sur le taux de l'intérêt. Nous rencontrons ici des opinions à la fois plus nettes et plus unanimes.

D'abord, l'accord est complet parmi ces écrivains pour attribuer à l'afflux des métaux précieux une action décisive sur le niveau des prix.

Comment aurait-il pu en être autrement? La découverte de l'Amérique a constitué dans tous les domaines de l'activité et de la pensée humaines une formidable révolution. Elle continue, bien après ses débuts, à dominer les esprits par ses prodigieuses conséquences. En matière de métaux précieux, ses effets peuvent se résumer dans cette constatation qu'a faite de Foville : « Les dix siècles qui ont précédé la découverte de l'Amérique n'ont pas mis à jour 10 mètres cubes d'or, moins d'un mètre cube par siècle ². » Or, la découverte des mines du Mexique et de l'Amérique du Sud jette 2,6 milliards de francs, soit 754,2 tonnes ou 39,1 mètres cubes dans la circulation en un peu plus d'un siècle. Cent ans plus tard, ces chiffres étaient à peu près doublés.

En même temps, tous les témoignages s'accordent pour constater au XVI^e siècle non seulement un énorme relèvement des prix mais aussi un accroissement général de l'activité économique en Europe ³. Au cours du XVII^e siècle, l'extraction des métaux précieux, et en particulier de l'argent, s'est poursuivie sans interruption quoique plus lentement. Au début du XVIII^e siècle, la coïncidence de l'élévation des prix et de l'accroissement des métaux précieux apparaît comme une

¹ Livre I^{er}, ch. II, pp. 37-38.

² *La Monnaie*, p. 115.

³ Cf. Paul HARSIN, *Les Doctrines monétaires et financières en France aux XVI^e et XVII^e siècles*, Paris, 1925

vérité incontestable et incontestée. Law signale vers 1700 la dépréciation de l'argent par rapport aux marchandises; il en prend texte pour annoncer la prochaine démonétisation de ce métal et suggérer l'emploi d'un étalon plus fixe qui serait un papier-monnaie gagé sur les terres. « Tout le monde est d'accord, déclare à son tour Cantillon, que l'abondance de l'argent ou son augmentation dans le troc enchérit le prix de toutes choses. La quantité d'argent qu'on a apportée de l'Amérique en Europe depuis deux siècles justifie par expérience cette vérité ¹. » Cinquante ans plus tard, Smith, dans la célèbre « digression sur l'argent », qui figure au premier livre de *La Richesse des Nations*, ne parlera pas autrement :

La découverte des mines abondantes d'Amérique semble avoir été la seule cause de la diminution de la valeur de l'argent par rapport à celle du blé. *Tout le monde l'explique de la même manière et il n'y a jamais eu aucune dispute soit sur le fait lui-même soit sur sa cause.* La plus grande partie de l'Europe a fait, pendant cette période, des progrès en travail et en bien-être et par suite la demande d'argent a dû s'accroître en même temps, mais il semble que l'accroissement de l'offre a excédé celui de la demande et fait par suite baisser considérablement la valeur du métal ².

La thèse de Bodin, dans sa controverse célèbre avec Malestroict, a donc définitivement triomphé. « Toutes les théories monétaires de la première moitié du XVIII^e siècle sont comme obsédées par la relation nettement affirmée entre les prix et les métaux précieux », écrit M. Paul Harsin qui a étudié avec un soin particulier les doctrines de cette période.

Dès ce moment, cependant, à certaines formules radicales affirmant la proportionnalité rigoureuse entre l'augmentation des prix et l'augmentation de monnaie, — formules sur lesquelles plus tard certains adversaires de la théorie dite quantitative (par exemple de Foville) s'appuieront pour simplifier jusqu'à la caricature les doctrines de cette époque — se superposent, et généralement chez le même auteur, des atténuations nombreuses. Montesquieu lui-même (visé plus spécialement par de Foville) écrit :

Si, depuis la découverte des Indes, l'or et l'argent ont augmenté en Europe en raison d'un à vingt, le prix des denrées et marchandises aurait

¹ CANTILLON, p. 160.

² *Richesse des Nations*, édition Cannan, t. I^{er}, p. 191.

dù monter en raison d'un à vingt. Mais si, d'un autre côté, le nombre des marchandises a augmenté comme un à deux, il faudra que le prix de ces marchandises et denrées ait haussé d'un côté en raison d'un à vingt, et qu'il ait baissé en raison d'un à deux, et qu'il ne soit par conséquent qu'en raison d'un à dix ¹.

Ainsi l'accroissement de la production empêche l'afflux des métaux précieux de réaliser leur plein effet.

Smith a consacré des pages nombreuses à démontrer que l'accroissement de richesses tend à limiter la hausse des prix due à l'afflux des métaux précieux. Il invoque à vrai dire dans cet ordre d'idées des faits qui tendraient plutôt à prouver que la vie est chère dans les pays très industriels et très riches, et que par conséquent les métaux précieux y ont moins de valeur, ce qui va contre sa thèse, et qu'il s'efforce assez péniblement d'expliquer par d'autres causes ².

Melon ³, Dutot, Voltaire ne pensent pas autrement que Smith et Montesquieu. La doctrine courante est de mettre en regard la production des marchandises et celle des métaux précieux et de voir dans la première un facteur qui atténue les effets de la seconde, ou même les annihile complètement.

Il existe encore, pour modifier l'action des métaux précieux sur les prix, un autre élément dont généralement les auteurs français ne parlent pas mais qui tient au contraire une place très importante chez les auteurs anglais (exception faite pour Smith) : c'est la *vitesse de circulation de la monnaie*. Thornton, qui en a fait une étude particulière, reproche ce silence à Montesquieu et à Smith.

¹ *L'Esprit des Lois*, livre 22, chap. 8.

² SMITH, t. I^{er}, p. 188 : « La quantité de métaux précieux peut augmenter dans tout pays par deux raisons différentes : soit, premièrement, par l'abondance accrue des mines productrices; ou secondement, par l'accroissement de richesse de ses habitants grâce à l'augmentation du produit de leur travail annuel. La première de ces causes est sans doute nécessairement liée à la diminution de la valeur des métaux précieux, mais ce n'est pas le cas de la seconde. »

³ MELON, cité par HARSIN, p. 242 : « La cherté causée par l'augmentation des espèces est une cherté générale qui porte sur tout ce qui entre dans le commerce, denrées, marchandises, voitures, journées d'ouvriers..., etc.; par le principe établi que l'argent est la commune mesure de tout, et qu'il n'y a pas plus de raison de changer cette mesure pour une denrée que pour une marchandise ou une voiture... La quantité d'or et d'argent portée en Europe depuis la découverte de l'Amérique aurait été capable de faire le même effet indépendamment du numéraire si la prodigieuse augmentation du commerce n'avait augmenté le besoin du gage des échanges proportionnellement à la quantité de pays devenus commerçants. »

Citons ici le passage même où Thornton expose la question et où se reflète parfaitement l'état des idées à la fin du XVIII^e siècle et au commencement du XIX^e sur cette question compliquée :

M. de Montesquieu a représenté de la manière suivante le principe qui régit le prix des métaux précieux. Il « compare la masse d'or et d'argent existant dans le monde entier avec la quantité de marchandises qui y est contenue », et « chacune de ces marchandises avec une certaine portion de la masse totale d'or et d'argent et alors il observe que « les biens de l'humanité n'étant pas tous à la fois livrés au commerce, comme les métaux ou monnaie ne sont pas tous dans la circulation dans le même moment, le prix est fixé par le rapport moyen de la masse des biens avec la masse des signes monétaires, et celui de la masse des biens circulant dans le commerce avec la masse des signes également en circulation ». Cette théorie, quoique n'étant pas entièrement à rejeter, est ainsi posée d'une manière très vague et très fallacieuse.

Sans parler de la fausse interprétation de la question qui peut résulter du silence de M. de Montesquieu en ce qui concerne l'état des mines, on peut observer d'abord qu'il fait allusion aux effets des différents degrés de vitesse dans la circulation tant de la monnaie que des marchandises — dont l'explication est l'un des buts de cet ouvrage — d'une manière si imparfaite qu'elle est à peine compréhensible. C'est de l'importance de la circulation de chacun, tout en tenant compte de la quantité, et non de la quantité seule, que dépend la valeur de l'instrument circulant d'un pays.

M. de Montesquieu néglige également de considérer la coutume de régler les paiements au moyen d'inscriptions dans les livres et d'autres manières. Dans la proportion où les usages de ce genre s'étendront — et ils se multiplieront de plus en plus avec le développement de la science commerciale dans le monde — la demande de monnaie métallique diminuera.

Il ne parle pas non plus de la réserve d'or et d'argent conservée dans les coffres des banques des divers pays en prévision des événements. Les banques baseront le montant de cette réserve d'après la somme qu'elles estimeront susceptible de leur être demandée subitement par suite soit de fluctuations dans les balances commerciales nationales, soit d'arrêts temporaires de crédit entre particuliers. La réserve d'or gardée en dehors de la circulation sera plus ou moins considérable suivant que les variations dans les balances commerciales nationales aussi bien que dans la confiance existant dans le commerce seront plus ou moins grandes. De l'importance de ce fonds dépend, et dans une proportion assez considérable, le prix de la monnaie métallique dans le monde.

M. de Montesquieu omet encore de prendre en considération l'influence grandissante, aujourd'hui immense et continue sur la thésaurisation des métaux précieux qui résulte de l'emploi du papier de crédit. La fausse idée qu'il donne de cette question peut être en grande partie attribuée à ce qu'il a négligé d'envisager les effets de l'introduction du système bancaire ¹.

¹ THORNTON, *loc. cit.*, p. 306.

Ce passage est intéressant à beaucoup d'égard. D'abord parce qu'il souligne les défauts communs à toutes les conceptions économiques de Montesquieu dont le moins qu'on puisse dire est qu'elles manquent de netteté; ensuite et surtout parce qu'il manifeste la différence profonde qui sépare à cette époque l'économie anglaise déjà basée sur le crédit et l'économie française où la monnaie métallique est le seul instrument de circulation dont les économistes — même les économistes philosophes comme Montesquieu — se croient obligés de tenir compte, et enfin parce qu'il démontre combien est ancienne la place que tient en Angleterre, dans la théorie des prix, la notion que l'on croit d'ordinaire plus récente de vitesse de circulation.

Pour Thornton, le niveau des prix ne dépend pas seulement du rapport entre la quantité de monnaie en circulation et la quantité des marchandises offertes : il dépend encore de la rapidité de circulation de la monnaie, des méthodes de paiement par compensation qui en économisent l'emploi, de la quantité du crédit et du montant de la monnaie thésaurisée chez les particuliers et dans les banques. En d'autres passages de son livre, Thornton a pris beaucoup de soin pour montrer que les différents moyens de paiement (en particulier le billet de banque, l'effet de commerce et la monnaie métallique) ont normalement des vitesses de circulation différentes. Ailleurs enfin il observe, et c'est peut-être ce qu'il y a de plus original dans son étude, que la vitesse de circulation de la même espèce de monnaie, le billet de banque par exemple, varie considérablement *suivant les moments* : en période de crise de confiance, le billet est thésaurisé, cesse ainsi pratiquement de circuler, alors qu'en période d'essor il circule au contraire avec une vitesse accrue.

Le *xix^e* siècle n'ajoutera à peu près rien à ces constatations. Le rôle que le facteur vitesse de circulation de la monnaie joue dans la formation du niveau des prix, à côté du facteur quantité, ne sera nulle part mieux mis en relief que chez Thornton. Pour arriver à un exposé plus méthodique et plus clair il faut attendre les développements d'Irving Fischer sur ce sujet dans son *Purchasing Power of Money*.

Thornton lui-même ne fait que résumer, en y ajoutant les

observations que son expérience d'homme d'affaires et de banquier lui suggère, des idées exposées depuis le début du xviii^e siècle, du reste après Locke et Petty qui s'en étaient occupés au xvn^e, par Cantillon dans une série de chapitres où il traite ce problème avec sa maîtrise habituelle.

Car la notion de vitesse de circulation est très ancienne. Elle a surgi à partir du moment où l'on s'est demandé quelle quantité de monnaie est nécessaire ou utile à un Etat. Toutes les doctrines commerciales et monétaires du xviii^e siècle sont hantées, on le sait, par cette question, et tous les économistes s'efforcent à l'envi de persuader les gouvernements qu'elle n'a pas l'importance que ceux-ci lui prêtent. Or si l'on peut montrer qu'une même quantité de monnaie peut circuler plus ou moins vite, c'est-à-dire faire plus ou moins de paiements dans le même temps, ou (car cela revient au même) servir de base à des revenus plus ou moins élevés et permettre ainsi la perception d'un plus grand chiffre d'impôts, on aura démontré du même coup que la quantité de monnaie est indifférente si sa circulation est bien organisée. La vitesse de circulation sera donc considérée comme équivalant à la quantité de monnaie, l'une pouvant remplacer l'autre, et produisant d'ailleurs le même effet sur les prix.

Que l'argent soit rare ou abondant dans un Etat, écrit Cantillon, cette proportion ne variera pas beaucoup, parce que dans les Etats où l'argent est abondant on afferme les terres plus haut, et plus bas dans ceux où l'argent est plus rare : c'est une règle qui se trouvera toujours véritable dans tous les temps. Mais il arrive ordinairement, dans les Etats où l'argent est plus rare, qu'il y a plus de troc par évaluation, que dans ceux où l'argent est plus abondant, et par conséquent la circulation est censée plus prompte et moins retardée que dans les Etats où l'argent est moins rare. Ainsi pour juger de la quantité de l'argent qui circule, il faut toujours considérer la vitesse de sa circulation.

Un peu plus loin Cantillon ajoute :

J'ai déjà remarqué qu'une accélération ou une plus grande vitesse, dans la circulation de l'argent du troc, vaut autant qu'une augmentation d'argent effectif, *jusqu'à un certain degré*.

Les moyens qui accroissent la vitesse de circulation sont aux yeux de Cantillon aussi bien les opérations des banques

que les paiements en nature ou par compensation (ce qu'il appelle le « troc par évaluation ») et que des règlements convenablement espacés (il faut par exemple deux fois moins de monnaie si les règlements s'effectuent tous les trimestres au lieu de deux fois par an). C'est à ce propos que Cantillon cherche à tracer dans des pages d'une originalité et d'une pénétration singulières, ce que l'on pourrait appeler la carte des routes parcourues par les revenus monétaires de la campagne à la ville, puis des consommateurs urbains aux fermiers, de ceux-ci enfin aux propriétaires — première ébauche de ce qui deviendra plus tard avec toutes sortes d'enjolivements et de complications inutiles le Tableau économique de Quesnay. Cantillon conclut que le stock monétaire d'un pays doit en général être égal à peu près au tiers des rentes annuelles à payer aux propriétaires. Comme le revenu de ceux-ci est évalué par lui au tiers environ de l'ensemble des revenus, « l'argent qui circule dans un Etat est égal en valeur à la neuvième partie de tout le produit annuel des terres » ¹. Galiani, traitant le même sujet, aboutit ² à la conclusion que les 18 millions de ducats existant dans le royaume de Naples suffisent à faire annuellement 144 millions de paiements, « de sorte qu'il suffit que toute la monnaie passe par huit mains différentes en une année sous forme de paiement, pour faire tourner tout le commerce » ³.

Nous venons de retracer l'origine de la notion de « vitesse de circulation », qui a joué un si grand rôle dans toutes les théories de la monnaie. Il nous faut indiquer tout de suite l'une des grandes confusions auxquelles cette notion ainsi présentée a donné lieu.

De ce que la vitesse de circulation, lorsqu'elle s'accroît, exerce une action sur les prix — et de ce que, *d'un pays à l'autre*, une quantité différente de monnaie puisse rendre les mêmes services, quand le stock de monnaie de l'un d'eux circule plus vite que celui de l'autre, on a conclu souvent que vitesse de circulation et stock monétaire sont deux facteurs qui dans l'activité *d'un même pays* et dans le maintien du niveau

¹ CANTILLON, p. 130.

² GALIANI, livre IV, chap. I^{er}

³ *Ibid.*, p. 278.

des prix peuvent se substituer l'un à l'autre, l'action de l'un tendant naturellement à *compenser* celle de l'autre.

C'est une idée analogue que Smith adopte lorsqu'il déclare que le billet de banque ne fait que se substituer à la monnaie et qu'après son introduction, le stock total d'instruments monétaires ne change pas — le métal étant chassé par le papier.

Ces idées sont tout à fait inexactes. La conception d'après laquelle, quand la monnaie augmente, la vitesse de circulation diminue et inversement — non seulement ne correspond pas à l'expérience, mais est en contradiction directe avec elle. Car l'histoire démontre que la vitesse de circulation s'accroît quand la quantité de monnaie augmente *rapidement*, et diminue quand la masse des marchandises croît plus vite que le stock monétaire. C'est le cas quand une monnaie de papier se multiplie, comme Say l'avait noté pour les assignats, et nous en avons eu de nombreux exemples dans les récentes expériences d'inflation d'Allemagne et d'Autriche ¹. C'est aussi le cas lorsqu'il s'agit de monnaie métallique : la hausse des prix qui résulte d'un afflux d'or entraîne toujours à sa suite une augmentation du crédit et de la vitesse de circulation générale, — et inversement la baisse des prix entraîne des phénomènes contraires. Cette corrélation entre la vitesse de circulation de la monnaie et l'abondance ou la raréfaction monétaire avait été déjà aperçue au XVIII^e siècle par Verri ². Cantillon lui-même l'a signalée : « Je conçois que lorsque l'on introduit dans un

¹ Cf. SAY, *Traité*, 6^e éd., Paris, 1841, t. I^{er}, p. 150. Cité par HOLTRUP, *Supplément historique de l'Economic Journal*, 1929, p. 50.

² A vrai dire, lorsque Verri parle de l'accroissement de la circulation qui résulte de l'augmentation de la monnaie, il entend par là *l'activité plus grande des affaires*, laquelle entraîne un passage plus rapide de la monnaie de main en main, ainsi que des opérations de crédit plus fréquentes. Ce qu'il appelle donc rapidité plus grande de circulation est un résultat et non pas une cause de la circulation plus grande des marchandises due elle-même à la hausse des prix. Verri en conclut que cet accroissement de la circulation a pour conséquence une tendance non pas à la *hausse*, mais à la *baisse* des prix, comme il avait déjà conclu que l'accroissement du crédit tend à faire baisser et non pas hausser le prix des marchandises. Ce qu'il appelle rapidité plus grande de la circulation se confond donc avec ce que d'autres appellent augmentation de la production; c'est un phénomène totalement différent de celui qui résulte de la fuite devant la monnaie provoquée par le papier-monnaie dont nous parlons dans le texte. Nous avons là une manifestation des équivoques auxquelles l'expression « vitesse de circulation » a donné lieu dès le début et qui à l'heure actuelle ne sont pas entièrement dissipées. Voici le passage de Verri auquel nous faisons allusion :

Etat une bonne quantité d'argent de surplus, le nouvel argent donne un *tour nouveau à la consommation, et même une vitesse à la circulation*; mais il n'est pas possible d'en marquer le degré véritable ¹. »

Y a-t-il cependant contradiction absolue entre ces constatations et l'idée que la rapidité de circulation peut, dans une certaine mesure, suppléer à l'insuffisance de monnaie métallique?

Non, à condition de distinguer soigneusement les divers facteurs que l'on réunit trop volontiers sous ce terme équivoque de rapidité de circulation.

Veut-on parler du *mécanisme même des paiements et de son organisation*? établissement de banques nouvelles, habitude du public d'y déposer ses espèces, création de chambres de compensation et de méthodes rapides de liquidation dans les bourses? Il est hors de doute alors que ces institutions « économisent la monnaie » et qu'au fur et à mesure de leur établissement une quantité moindre de monnaie métallique suffit pour régler un nombre plus grand d'affaires. Mais il s'agit là d'un processus *d'une grande lenteur*, et de changements qui ne s'introduisent que très graduellement. L'économie de monnaie qu'ils permettent est d'ailleurs souvent difficile à constater

« Les réflexions que nous avons faites jusqu'ici nous conduisent à la conclusion que l'accroissement de la marchandise universelle (la monnaie) et de ses représentations est toujours un bien pour l'Etat lorsque la circulation s'accroît proportionnellement; puisque les vendeurs augmentent à mesure qu'augmentent les acheteurs, ce qui revient à multiplier la reproduction annuelle. Pour avoir une idée encore plus précise de cette vérité, il convient de réfléchir que chaque vendeur, cherchant à retirer une somme déterminée de ses ventes journalières, pourra se contenter d'un pourcentage de gain moindre sur chaque vente individuelle, à mesure que le nombre de ses ventes augmentera (p. 155)... L'accroissement seul et isolé de la monnaie tend à rendre les prix plus chers. La circulation plus elle est rapide tend à diminuer les prix. Ces deux quantités, selon qu'elles se combinent, peuvent ou accroître ou diminuer ou laisser immobiles les prix des choses. » *Meditazioni sulla Economia politica*, 1771 (traduit en français en 1773 à Lausanne, et en allemand à Dresde en 1774), pp. 163 à 164. Nous citons d'après l'édition de Cusani, *Scrittori classici italiani di Economia politica*, t. XV, Milan, 1804. Le comte Verri était fonctionnaire du gouvernement autrichien en Lombardie, et a été associé à toutes les réformes administratives de cette époque. Il est surtout connu par l'établissement de la première balance commerciale qui ait été rédigée, celle de l'Etat de Milan. Cette balance du commerce a été republiée récemment par M. Luigi Einaudi sous le titre *Bilanci del Commercio dello Stato di Milano*, Turin, éd. de la *Riforma Sociale*, 1932.

¹ CANTILLON, p. 180.

lorsque dans le même temps — comme cela est arrivé au *xix^e* siècle — l'importation des métaux précieux ne cesse d'accroître le stock monétaire. Dans les circonstances graves exigeant des remèdes immédiats et dans les pays mal pourvus de métaux précieux, ce n'est pas en accélérant la vitesse de circulation du stock existant, mais bien en créant du papier-monnaie que l'on a généralement paré aux difficultés nées de l'insuffisance ou de la diminution de monnaie métallique. Les colonies américaines, au *xviii^e* siècle, et les pays de l'Amérique du Sud, au *xix^e*, en sont des exemples célèbres.

Entend-on au contraire par vitesse de circulation *l'accroissement du crédit* par les banques existantes et *la rapidité plus grande avec laquelle la monnaie passe de main en main dans un temps donné*? — Il n'y a pas de doute alors, comme nous l'avons dit plus haut, que la vitesse de circulation ne croisse parallèlement à l'augmentation du stock monétaire et ne diminue parallèlement à sa diminution — surtout si cette augmentation et cette diminution ont lieu dans un espace de temps relativement court. Loin qu'il y ait compensation, il y a conjonction et renforcement du facteur quantité de monnaie par le facteur rapidité de circulation. Le *xviii^e* siècle, par Cantillon et Verri, avait reconnu cette vérité, que le *xix^e* siècle a oubliée comme beaucoup d'autres. Les conséquences de cet oubli ont parfois été graves, lorsque par exemple on a tenté de combattre par une injection de crédit une baisse prolongée des prix, oubliant que l'effet d'une telle baisse est justement de diminuer le besoin de crédit et d'en réduire l'emploi.

Résumons-nous. La théorie quantitative ou plus exactement la théorie de l'action des métaux précieux sur le niveau des prix est complète dès le *xviii^e* siècle. Elle tient compte de l'accroissement des métaux précieux, de celui des marchandises et enfin de la rapidité de circulation de la monnaie, en comprenant dans cette dernière notion non seulement le nombre des passages que les instruments de circulation accomplissent de main en main, mais aussi la multiplication de ces instruments par le crédit. Ce dernier élément sera plus tard écarté par Irving Fisher de sa notion de « *vélocité de circulation* » ¹.

¹ Cf. *Purchasing Power of Money*, pp. 13 et 453.

On aurait pu, dès cette époque, exprimer les relations entre le niveau des prix, la masse des transactions, la quantité de monnaie et la rapidité de circulation par une formule algébrique du genre de celle qu'Irving Fisher, après son maître Newcomb, a rendue célèbre.

Un autre complément de la théorie quantitative a été formulé également dès le XVIII^e siècle : il s'agit des mouvements des métaux précieux d'un pays à l'autre. Cette théorie de la répartition des métaux précieux dans le monde, dont on fait en général honneur à Ricardo, a été exposée avec une précision parfaite par Hume d'abord, et d'une manière beaucoup plus complète par Thornton.

Voici comment Hume s'exprime. Le passage est assez célèbre pour mériter d'être cité tout entier :

Supposez, dit-il, que les quatre cinquièmes de la quantité totale de monnaie en Angleterre soient anéantis en une nuit, et que le pays soit ramené aux conditions qui existaient sous le règne des Henri et des Edouard, en ce qui concerne les espèces métalliques, quelles en seraient les conséquences ? Est-ce que les prix des denrées et des marchandises ne devraient pas tomber dans la même proportion, et toute denrée ne devrait-elle pas être vendue aussi bon marché qu'elle l'était dans ces temps-là ? Quel pays pourrait alors rivaliser avec nous sur un marché étranger quelconque, ou essayer de naviguer ou de vendre des produits fabriqués à ce même prix qui nous laisserait à nous une marge suffisante de bénéfice ? Et cet état de choses ne devrait-il pas, par conséquent, nous faire revenir l'argent que nous avons perdu, après un court intervalle de temps, et nous hausser ainsi au niveau des pays voisins ; ce niveau une fois atteint, nous perdriions immédiatement l'avantage du bon marché de nos services et marchandises ; et l'afflux futur de monnaie serait arrêté par l'abondance de nos richesses ¹.

En réalité, ce passage n'est pas, comme on l'a dit, un résumé de la théorie quantitative et n'implique pas l'oubli du facteur « vitesse de circulation ». Il vise simplement à faire comprendre l'impossibilité d'imaginer un pays se vidant longtemps de sa monnaie sans que des réactions n'interviennent et la tendance de chaque pays à conserver une quantité de monnaie proportionnée à son industrie. Conception d'ailleurs bien optimiste, car nous avons vu au cours de ces dernières années des Etats comme l'Allemagne se vider presque entièrement de leur monnaie.

¹ Cité par THORNTON, p. 311.

A côté de ce passage de Hume, qui date de 1740, il est intéressant de placer le passage de Thornton où celui-ci traite du même problème en l'appliquant non plus seulement à la monnaie métallique, mais à la monnaie de banque et au papier-monnaie :

Le principe que je voudrais établir sur ce sujet, est, je crois, simple et compréhensible et s'applique à toutes périodes de temps et à toute espèce d'instrument de circulation pouvant être en usage. Je voudrais faire comprendre que dans un pays où seule circule la monnaie métallique, si, par quelque accident, la quantité de cette monnaie devenait plus grande en proportion des marchandises qu'elle doit faire circuler qu'elle ne l'est dans les autres pays, la monnaie deviendrait bon marché par comparaison avec les marchandises, ou, en d'autres termes, les marchandises deviendraient chères par rapport à la monnaie, et il s'en suivrait un profit sur l'exportation de l'or et de l'argent. Ce profit d'ailleurs cesserait bientôt par suite de l'exportation de ce métal en excédent.

Je dirai encore que dans un pays où monnaie et papier circulent en même temps, si les deux ensemble, de la même manière devenaient, dans le même sens du terme, excessifs, l'effet serait le même : il y aurait profit à exporter la monnaie, et par suite exportation.

En troisième lieu, je dirai, que dans un pays où seul le papier circule, la quantité en étant dans le même sens excessive, et supposant parfait le crédit des banques qui l'émettent, la valeur du papier baissera en proportion de son excès, suivant un principe exactement semblable; ou autrement dit, les marchandises monteront, et il sera nécessaire d'accorder sous forme d'accroissement du taux du change une prime à l'exportation égale à celle qui aurait été apportée dans les deux premiers cas, en admettant que la quantité de l'instrument de circulation soit excessive au même degré dans les trois suppositions.

Il apparaît donc que « les allées et venues de l'or ne dépendent pas entièrement (comme le dit M. Locke, et comme il est supposé dans l'objection au début de ce chapitre) de la balance commerciale ». Elles dépendent de la quantité de l'instrument de circulation qui a été émise; ou elles dépendent, je le concède, de la balance commerciale à condition d'admettre que cette balance elle-même dépend de la quantité de l'instrument de circulation émise¹.

Voici donc formulée bien avant Ricardo toute la doctrine de l'équilibre des prix internationaux et des exportations d'or de pays à pays. Et voici posés en même temps les termes d'une vieille controverse qui n'a cessé de diviser les économistes et que nous verrons renaître avec une âpreté nouvelle au lendemain de la guerre mondiale : est-ce la balance des comptes qui détermine le cours du change en régime de papier-monnaie? ou

¹ THORNTON, p. 277.

est-ce la quantité de monnaie? Vieille controverse dont la solution consiste à reconnaître, comme nous aurons l'occasion de le dire au chapitre suivant, qu'un équilibre complexe s'établit entre tous les facteurs en jeu : quantité de monnaie, appréciation que l'on en fait sur les marchés extérieurs, prix intérieurs et balance des comptes. Il suffit de noter ici l'ancienneté du problème sans l'approfondir. En le faisant, nous ne cédon pas au plaisir facile de rappeler une fois de plus aux économistes les nombreux problèmes dont ils ont laissé la solution en suspens, et aux non-économistes que tous les jours ils redécouvrent comme des nouveautés des problèmes vieux de plusieurs siècles, mais plutôt pour suggérer que dans des controverses de ce genre, la seule méthode scientifique pour sortir de l'impasse consiste non pas à opposer constamment les points de vue contraires, mais à trouver la solution plus large qui permettra de tenir compte de l'ensemble des conditions du problème.

Une dernière observation encore avant de quitter ce sujet. Le XVIII^e siècle, si préoccupé de l'action de l'afflux des métaux précieux sur les prix, ne s'est jamais soucié du problème inverse : celui de *l'insuffisance des métaux précieux* pour soutenir le niveau des prix auquel l'économie est parvenue. Cette crainte qui se manifestera si vivement au siècle suivant, quand la controverse bimétalliste se développera, et au XX^e siècle après la guerre mondiale, est tout à fait étrangère aux auteurs que nous avons mentionnés jusqu'ici. C'est seulement la crainte d'un excès de monnaie qu'ils expriment, comme on l'a vu pour Law. Cependant, la rapidité d'accroissement des métaux précieux, surtout de l'argent, s'est ralentie au cours du XVIII^e siècle. A. Smith dans sa si curieuse « digression sur l'argent » (modèle de toutes les études sur les prix et les métaux précieux qui paraîtront depuis) admet que la valeur de l'argent a dû légèrement hausser au cours des deux premiers tiers du siècle, mais il n'en exprime aucune inquiétude. Hume est le seul auteur qui se soit préoccupé de ces mouvements de longue durée, pour suggérer que l'on affaiblisse très lentement et progressivement le poids de la livre sterling de manière à combattre le hausse de valeur des métaux précieux. Cette sugges-

tion n'a été reprise par personne, d'autant moins qu'à la fin du siècle et justement à partir de 1776 — moment où Smith publie son livre — il y a de nouveau une hausse rapide des prix, en particulier du prix du blé. Cette hausse correspond à une augmentation extrêmement rapide de la production de l'argent et aussi de l'or, les mines du Mexique en particulier ayant doublé leur extraction de 1750 à 1790. On sait que jusqu'à aujourd'hui, les interprétations de ces grands mouvements diffèrent et que beaucoup d'écrivains se refusent absolument à les rattacher à la production métallique, sans d'ailleurs offrir d'autres explications plausibles ¹. Nous n'entrerons pas pour le moment dans cette controverse; retenons comme un fait incontesté la tendance générale à la hausse au cours du xviii^e siècle comme au xvi^e.

On ne s'étonnera donc pas que les auteurs de cette époque ne se soient pas posé la question toute nouvelle qu'à deux reprises la crainte d'une insuffisance d'or a posée aux économistes un siècle plus tard : comment faciliter une adaptation de l'économie à une baisse profonde et prolongée des prix? La dévaluation des monnaies comme moyen de parer à une « insuffisance momentanée » des métaux précieux est une nouveauté. Hume l'avait recommandée mais sa pratique est une invention du xx^e siècle. Hâtons-nous d'ajouter que sans la guerre et sans les déplacements monétaires qu'elle a provoqués, cette question ne se serait jamais posée. Au xviii^e siècle les rehaussements et les diminutions sont, nous l'avons dit, de simples procédés fiscaux. Nous en avons fait depuis des méthodes d'ajustement économique.

¹ Le dernier historien des prix au xviii^e siècle, M. Labrousse, qui d'ailleurs s'abstient de chercher l'origine de cette montée des prix, qu'il considère comme une « donnée », constate pour le blé une hausse de 84 ans, allant de 1734 à 1817, la plus longue période de hausse du blé connue dans l'histoire (Cf. LABROUSSE, *Esquisse du Mouvement des Prix et des Revenus en France au xviii^e Siècle*, Paris, 1933). L'ouvrage de M. Labrousse est un monument d'érudition, et l'on y trouvera une abondance d'information inégalable sur ce problème.

§ III. — Relation entre l'abondance des métaux précieux et le taux de l'intérêt

Le problème de l'intérêt est l'un de ceux qui ont le plus préoccupé le XVIII^e siècle, au double point de vue pratique et théorique. Du point de vue pratique, il s'agit de savoir si les limitations imposées par la loi au taux de l'intérêt doivent être ou non maintenues. En France comme en Angleterre, la question agite les esprits. La suppression de la prohibition de l'intérêt est une des revendications du libéralisme. Par contre, la fixation légale du taux, à condition que ce taux ne soit pas trop bas, n'est pas combattue par tous les écrivains. Smith l'admet. Turgot est en faveur de la liberté complète, tout en reconnaissant qu'on ne peut l'établir tout de suite.

Mais le problème théorique de la fixation du taux de l'intérêt sur le marché, et particulièrement de l'influence que l'afflux des métaux précieux exerce sur ce taux est infiniment plus intéressant pour nous que le problème pratique tranché aujourd'hui.

Sans doute les écrivains du XVIII^e siècle apportent à le discuter le même esprit simplificateur qu'ils ont apporté dans tant d'autres problèmes économiques. Leurs doctrines en reçoivent une harmonie et une élégance qui nous séduisent. Elles y perdent en efficacité explicative. Nous distinguons aujourd'hui un marché de l'épargne à long terme, et un marché monétaire, un loyer de l'épargne et un taux de l'escompte, ces deux taux pouvant être souvent très écartés l'un de l'autre. J'ai attiré moi-même l'attention sur la distinction entre l'épargne réserve et l'épargne créatrice¹. Chacun sait d'autre part que le marché monétaire se compose en réalité de marchés distincts dont les taux — quoiqu'ils varient généralement à l'unisson — sont souvent fort différents. Toutes ces distinctions sont ignorées par les économistes du XVIII^e siècle. Elles seront longtemps négligées par ceux du XIX^e pour lesquels le taux de l'escompte et le taux de l'intérêt des meilleurs titres seront considérés comme identiques. Cela tient en grande

¹ Cf. mon étude sur *L'Epargne dans Essais économiques et monétaires* (1933).

partie à ce que le marché monétaire et celui des capitaux n'ont pris tout leur développement et par conséquent toute leur complexité qu'au milieu du ^{xix}^e siècle.

Ces réserves faites, il reste que les idées du ^{xviii}^e siècle sur ce sujet sont singulièrement pénétrantes et forment la base de toute étude sur le taux d'intérêt.

Au début du siècle, l'idée qui prévaut généralement est que l'abondance des métaux précieux tend à diminuer le taux de l'intérêt. Elle est exprimée en divers endroits de l'ouvrage de Locke ¹ sur le taux de l'intérêt; Law ² est d'accord sur ce point avec Locke. Un peu plus tard, Montesquieu ³ et même Turgot ⁴ (qui cependant, nous allons le voir, a mieux distingué que personne les deux notions de *pouvoir d'achat* de la monnaie et de *prix de l'argent*) attribuent à la découverte de l'Amérique la baisse générale du taux de l'intérêt en Europe. C'est un fait bien établi que la fortune mobilière et l'épargne se sont développées en Europe sous l'action de la production accrue d'or et d'argent et qu'avec elles le taux de l'intérêt s'est abaissé. D'autre part, le mot « money » en anglais, le mot « argent » en France s'emploient pour désigner à la fois les espèces en circulation et les sommes épargnées prêtées sur le marché monétaire. Cette double signification a contribué à créer une confusion entre les effets d'une abondance de monnaie suivant qu'elle influence le prix des choses ou le loyer de l'épargne. Dans les deux cas, semble-t-il, la « valeur de l'argent » doit baisser et cette baisse doit se traduire par une hausse des prix d'une part, par une baisse de l'intérêt de l'autre. C'est la conclusion superficielle à laquelle doit conduire le raisonnement purement logique qui ne tient pas compte du mécanisme des phénomènes sociaux et de l'enchevêtrement d'actions et de réactions qu'il comporte.

Là comme ailleurs, Cantillon, banquier en contact étroit avec le marché monétaire, apporte le premier les précisions nécessaires, et fait nettement la distinction entre le pouvoir d'achat de la monnaie et le loyer de l'épargne. Le taux auquel

¹ LOCKE, *Some Considerations*, etc., Londres 1696, pp. 6, 10, 11, 81.

² *Considérations sur le Numéraire*, pp. 475 et 479.

³ *Esprit des Lois*, livre XXII, chap. VI.

⁴ *Mémoire sur les Prêts d'Argent*, §§ 30 et 39, et *Réflexions*, § 69.

on prête et on emprunte le revenu épargné et la valeur de la monnaie dans l'échange avec les marchandises (c'est-à-dire ce que nous appelons aujourd'hui son pouvoir d'achat) sont pour lui des notions entièrement différentes.

C'est une idée commune et reçue de tous ceux qui ont écrit sur le commerce, que l'augmentation de la quantité de l'argent effectif dans un Etat y diminue le prix de l'intérêt parce que, lorsque l'argent abonde, il est plus facile d'en trouver à emprunter. Cette idée n'est pas toujours vraie ni juste. Pour s'en convaincre, il ne faut que se souvenir qu'en l'année 1720 presque tout l'argent d'Angleterre fut apporté à Londres, et par-dessus cela, le nombre de billets qu'on mit sur la place accéléra le mouvement de l'argent d'une manière extraordinaire. [Cantillon fait allusion ici aux spéculations de la Mer du Sud.] Cependant cette abondance d'argent et de circulation, au lieu de diminuer l'intérêt courant qui était auparavant de cinq pour cent et au-dessous, ne servit qu'à en augmenter le prix, qui fut porté à cinquante et soixante pour cent. Il est facile de rendre raison de cette augmentation du taux de l'intérêt, par les principes et les causes de l'intérêt que j'ai établies dans le chapitre précédent ¹.

Que dit Cantillon dans le chapitre auquel il renvoie lui-même?

Comme le prix des choses se fixe dans les altercations des marchés par les quantités des choses exposées en vente proportionnellement à la quantité d'argent qu'on en offre, ou ce qui est la même chose, par la proportion numérique des vendeurs et des acheteurs; de même l'intérêt de l'argent dans un Etat se fixe par la proportion numérique des prêteurs et des emprunteurs (p. 198).

Voilà établie de la manière la plus simple la distinction entre le pouvoir d'achat de la monnaie et le loyer de l'épargne, lequel se fixe sur un marché spécial, où se rencontrent les prêteurs et les emprunteurs. Sans doute, Cantillon ne distingue pas encore, comme nous le faisons aujourd'hui, le marché de l'épargne à long terme et le marché monétaire; il ne distingue pas non plus les nombreux compartiments du marché monétaire et les taux différents qu'ils comportent. Là où nous voyons plusieurs marchés différents en liaison les uns avec les autres, il n'en voit qu'un. Mais la séparation est faite définitivement dans son livre entre le *revenu prêté* et l'*argent dépensé* en achats de denrées. C'est un étonnement pour l'économiste de

¹ CANTILLON, p. 212. Deux siècles plus tard, en 1928, New York a présenté les mêmes phénomènes!

voir aujourd'hui encore tant de publicistes et de praticiens paraître l'ignorer.

Après lui, la même distinction sera soulignée avec autant de force par Hume dans l'un de ses *Essais*, par Turgot dans ses admirables *Réflexions*, où se trouve la première discussion approfondie de la notion d'épargne¹, puis enfin par Smith; ce dernier ne fera guère que redire, et presque dans les mêmes termes, ce que ses prédécesseurs et inspireurs avaient dit avant lui.

Mais une fois constatée l'existence d'un marché spécial des revenus épargnés, il reste deux problèmes à résoudre : 1° comment se fixe le taux de l'intérêt sur le marché de l'épargne? 2° quelle influence un afflux de métaux précieux ou au contraire, une restriction relative de leur production, a-t-elle sur le loyer de l'épargne?

A cette double question, les écrivains du XVIII^e siècle ont répondu avec beaucoup de clarté.

Le taux de l'intérêt fluctuera — comme n'importe quel prix sur n'importe quel marché — suivant les fluctuations de de l'offre et de la demande. Cantillon, Turgot, Smith sont ici en plein accord. L'offre de l'épargne se fera en monnaie, puisque les revenus se perçoivent en monnaie et que la partie épargnée de ces revenus se présentera nécessairement sous forme de monnaie (c'est une observation sur laquelle ils insistent tous²), et dépendra naturellement du montant du revenu net épargné. Mais c'est la *demande* d'épargne qui les intéresse surtout. Le prix auquel cette demande se fera dépendra essentiellement, expliquent Cantillon et Smith, du *profit* que les entrepreneurs espèrent obtenir par l'emploi des sommes empruntées et leur mise en exploitation. Déjà apparaît ici la

¹ « ... L'argent qu'on porte au marché n'est point à prêter : c'est l'argent mis en réserve, ce sont les capitaux accumulés qu'on prête, et bien loin que l'augmentation de l'argent au marché, ou l'abaissement de son prix vis-à-vis des denrées dans le commerce ordinaire, entraîne infailliblement et, par une liaison immédiate, l'abaissement de l'intérêt de l'argent, il peut arriver au contraire que la cause même qui augmente la quantité de l'argent au marché et qui augmente le prix des autres denrées, en baissant le prix de l'argent, soit précisément celle qui augmente le loyer de l'argent ou le taux de l'intérêt. » *Réflexions*, § LXXVII.

A ce texte il faut ajouter la curieuse note que Dupont de Nemours a mise à ce paragraphe, où il montre si nettement que l'épargne est une « dépense ».

² Cf. Turgot, *Réflexions*, dernier chapitre, et Smith, t. I^{er}, p. 334.

distinction si utile faite par Walras entre les *épargnants* d'une part, et les *entrepreneurs* de l'autre, entre le marché de l'épargne d'un côté et le marché où se vendent les « services des capitaux » de l'autre. Les entrepreneurs ont pour fonction, suivant son expression, de *transformer l'épargne en capitaux* (terres, maisons, usines, etc.), le rendement attendu de ces capitaux, ou comme dit Walras, le prix auquel se vendront les services de ces capitaux fixant la somme maximum que l'entrepreneur peut offrir à l'épargnant comme rémunération de son épargne.

Si dans un Etat, écrit Cantillon, il n'y avoit pas d'entrepreneurs qui pussent faire du profit sur l'argent ou sur les marchandises qu'ils empruntent, l'usage de l'intérêt ne seroit pas probablement si fréquent qu'on le voit. Il n'y auroit que les gens extravagans et prodigues qui feroient des emprunts. Mais dans l'habitude où tout le monde est de se servir d'entrepreneurs, il y a une source constante pour les emprunts et par conséquent pour l'intérêt.

Ce que Cantillon appelle « le prix courant de l'intérêt » c'est, dit-il, celui qui se paie dans la classe des « négociants riches et réputés solvables; l'intérêt qu'on stipule dans cette classe est celui qu'on appelle le prix courant de l'intérêt dans l'Etat, et il ne diffère guère de l'intérêt qu'on stipule sur l'hypothèque des terres »¹.

Turgot apporte quelques réserves à l'idée que le taux des profits est l'élément essentiel dans la fixation du taux de l'intérêt. En dehors des entrepreneurs, fait-il observer, il existe beaucoup d'emprunteurs (Etats ou particuliers empruntant en vue de consommer) qui exercent leur influence sur le marché². Sa remarque, reprise par Tooke, complète mais n'infirme pas la théorie précédente. Elle met en garde contre la tendance à négliger, au bénéfice d'une seule, toute la variété des influences qui interviennent pour fixer le loyer de l'épargne comme pour fixer n'importe quel prix sur n'importe quel marché.

Reste la deuxième question. Quel est l'effet d'un afflux monétaire important sur le taux de l'intérêt? Et inversement, quel peut être l'effet sur le marché monétaire d'un ralentissement de la production des métaux précieux? Comment le taux de l'intérêt réagira-t-il dans les deux cas?

¹ CANTILLON, p. 210.

² Cf. TURGOT, *Réflexions*, § 72.

Ici le xviii^e siècle fournit des solutions dont l'oubli, à la fin du xix^e, a singulièrement contribué à obscurcir un problème en réalité assez simple, mais d'une grande importance pratique : dans le premier cas le taux de l'intérêt tend, non pas à baisser, mais au contraire à *monter* après un certain intervalle; dans le second cas il tend à baisser, et non pas à monter.

C'est Cantillon, une fois encore, qui dit à ce sujet les choses les plus profondes, et avec le plus de concision :

Si l'abondance d'argent dans l'Etat vient par les mains de gens qui prêtent, elle diminuera sans doute l'intérêt courant en augmentant le nombre des prêteurs : mais si elle vient par l'entremise de personnes qui dépensent, elle aura l'effet tout contraire, et elle haussera le prix de l'intérêt en augmentant le nombre des Entrepreneurs qui auront à travailler au moien de cette augmentation de dépense, et qui auront besoin d'emprunter pour fournir à leur entreprise, dans toutes les classes d'intérêts ¹.

Le sens de ce passage extrêmement important et que nous retrouverons plus tard dans le chapitre relatif au mécanisme de l'action des métaux précieux sur les prix est le suivant : l'afflux des métaux précieux peut agir de deux manières (et, ajouterons-nous, il agit nécessairement à *la fois* de ces deux manières) : le produit des mines peut, d'une part, être *prêté*, ce qui tend à faire baisser le taux de l'intérêt; d'autre part *et en même temps* il peut être directement dépensé, ce qui stimule la production, multiplie les demandes d'emprunts dans l'espoir de faire des profits, et élève *le taux* que l'on sera disposé à payer pour ces emprunts. En fait, qu'a-t-on vu se passer? En cas de forte production des mines, on voit *au début*, si le métal est apporté dans les banques, le taux d'intérêt à court terme baisser, et même le taux à long terme (quoique l'influence des métaux précieux se fasse sentir sur le *marché monétaire* beaucoup plus que sur le marché de l'épargne à long terme); mais *très vite* après, le taux d'intérêt commence à s'élever, soit que le métal directement dépensé fasse monter les prix et stimule ainsi la production, soit que les prêts obtenus tendent eux-mêmes à accroître la production et les bénéfices ². Ainsi l'afflux des

¹ CANTILLON, p. 214.

² Nous discuterons dans le chapitre VI l'importance respective de ces deux facteurs.

métaux précieux, après quelque temps, entraîne non pas une baisse, mais une hausse du taux de l'intérêt¹.

C'est précisément ce qui s'est passé en 1850 et en 1895 après l'afflux de l'or californien et de l'or transvaalien. Le même phénomène avait été observé au XVIII^e siècle. Turgot y consacre un long paragraphe dans ses *Réflexions*. Irving Fisher a montré qu'il était bien connu des colonies américaines où l'afflux monétaire se faisait sous forme, non de métaux précieux², mais de papier-monnaie, et où l'accroissement de celui-ci entraînait la hausse et non la baisse de l'intérêt.

Cet apparent paradoxe, sur lequel nous aurons à revenir, intrigue encore aujourd'hui certains économistes. Tout le livre de Knut Wicksell est destiné à l'expliquer. Il n'avait pas échappé aux écrivains du XVIII^e siècle.

Cependant, il manque à ces écrivains pour interpréter les faits, une vue suffisamment nette de ce qui se passe sur le marché monétaire en cas d'afflux d'or. Grâce au développement des banques d'émission et de dépôt, le mécanisme est aujourd'hui facile à saisir. L'or apporté des mines est vendu aux banques centrales contre des billets ou des inscriptions en compte courant. Il est donc *à la fois et simultanément* utilisable *par la banque* sous forme de crédits nouveaux et *par les déposants* sous forme de billets ou de chèques pour leurs dépenses directes. Ainsi l'or nouveau exerce son action *à la fois* sur le taux de l'escompte pour le faire baisser et sur le prix des marchandises pour les faire hausser. A vrai dire, la même double influence s'exerçait, mais d'une manière moins visible au XVIII^e siècle. L'or *dépensé* accroissait les revenus et par conséquent les *épargnes*. L'or *prêté* accroissait aussi les *dépenses* de ceux qui l'empruntaient pour des buts productifs. C'est ce que Cantillon et Turgot avaient très bien aperçu.

¹ On pourra dire toujours, comme l'a fait J. STUART MILL, que quand la monnaie se présente *à la fois* sur le marché monétaire et dans la circulation — l'effet de hausse provenant de celle-ci est compensé par l'effet de baisse provenant de celui-là. Mais il faudrait le démontrer *par les faits*. Jusqu'ici la compensation n'a pas eu lieu dans les périodes de grosse production d'or. Cela ne veut pas dire qu'elle ne puisse avoir lieu dans certaines circonstances. Le raisonnement logique ne suffit pas lorsqu'il s'agit de mesurer l'influence contradictoire de deux facteurs économiques.

² Cf. FISHER, *The Rate of Interest*, appendice V.

Imaginons maintenant l'hypothèse inverse : une production abondante de marchandises *sans que la monnaie augmente* (ou avec une augmentation très faible de celle-ci), que va-t-il arriver au taux de l'intérêt? Smith va nous le dire :

Toute augmentation de la quantité des marchandises circulant annuellement dans le pays sans que la quantité de monnaie qui les fait circuler augmente aura encore bien d'autres conséquences importantes, en dehors de la hausse de la valeur de la monnaie. Le capital du pays, quoique restant peut-être nominalelement le même, sera en réalité augmenté. Il pourra être encore exprimé par la même quantité de monnaie, mais il financera une plus grande quantité de main-d'œuvre. La quantité de main-d'œuvre productrice qu'il pourra maintenir et utiliser sera accrue, et par conséquent aussi la demande pour cette main-d'œuvre. Les salaires s'élèveront naturellement avec cette demande, et pourtant peut-être sembleront-ils baisser. Ils pourront être payés avec une moindre quantité de monnaie, mais cette somme réduite achètera une quantité de marchandises plus grande qu'une somme plus importante n'en aurait acheté auparavant. Les profits du capital diminueront à la fois en réalité et en apparence. Le capital dans son ensemble étant augmenté, la concurrence entre les divers capitaux dont il se composait augmentera naturellement en même temps que lui. Les possesseurs de ces capitaux particuliers devront se contenter d'un pourcentage réduit sur le produit de la main-d'œuvre que leurs capitaux respectifs emploient. *L'intérêt de la monnaie marchant toujours de pair avec les profits du capital, pourrait de cette façon, être largement diminué, quoique la valeur de la monnaie, ou la quantité de marchandises que toute somme peut acheter soit largement augmentée* ¹.

Ce passage est particulièrement intéressant, si l'on garde en mémoire toutes les controverses qu'a suscitées la baisse des prix de 1873 à 1895 et les étranges théories monétaires qu'elle a fait naître. A ce moment, des écrivains ont invoqué la baisse du taux de l'intérêt comme une preuve que la monnaie loin d'être insuffisante, dépassait les besoins. Ils oubliaient toutes les distinctions fondamentales faites par les écrivains du xvm^e siècle à cet égard : la baisse du taux de l'intérêt n'est pas plus un signe de la « suffisance » des métaux précieux que sa hausse n'en démontre l'« insuffisance ». Quand les prix baissent, les profits des entrepreneurs diminuent et avec eux la demande de capitaux, et surtout le taux que les entrepreneurs sont disposés à payer pour l'argent emprunté. *Loin de prouver la surabondance de la monnaie, une baisse continue du taux*

¹ Adam SMITH, t. I^{er}, p. 337.

de l'intérêt, accompagnant une baisse continue des prix, démontre au contraire que la nouvelle monnaie extraite des mines ne suffit pas à compenser la baisse des prix résultant de la production accrue. La baisse continue du taux de l'intérêt confirme — loin d'infirmar — la thèse de ceux qui attribuent aux métaux précieux une action prépondérante sur l'allure des prix. Tout ce passage de Smith est à comparer avec les formules employées par Marshall devant la Commission de 1888 sur l'or et l'argent. Personne cependant n'a cité Smith à l'occasion de ces controverses. Le passage que nous venons de rappeler prouve que les mêmes problèmes fondamentaux ne cessent de se poser malgré les changements du milieu économique et comportent les mêmes solutions.

Cette question, que nous retrouverons plus tard, est l'une de celles qui ont été le plus obscurcies par les controverses de la fin du XIX^e siècle.

CHAPITRE III

THORNTON, RICARDO ET LE *BULLION REPORT*

§ I. Caractères particuliers du cours forcé en Angleterre. — § II. Le livre de Thornton. — § III. Ricardo et l'identification du billet de banque, du papier-monnaie et de la monnaie métallique. — § IV. Théorie de la parité des pouvoirs d'achat. L'excès des émissions assimilé à l'usure des espèces métalliques. — § V. Le *Bullion Report* de 1810. — § VI. Mécanisme de la répartition des métaux précieux dans le monde. — § VII. Conception ricardienne du crédit.

§ I. — Caractères particuliers du cours forcé en Angleterre

Pendant les cinquante premières années du xix^e siècle, les doctrines monétaires relatives au crédit ont été dominées par l'expérience du cours forcé en Angleterre.

Les grandes guerres, avec les troubles monétaires qu'elles comportent, modifient profondément les conditions normales des prix et du crédit. La guerre mondiale en est l'exemple le plus saisissant; avant elle, la guerre de Sécession américaine en avait donné une preuve mémorable; avant celle-ci, les guerres napoléoniennes et l'établissement du cours forcé en Angleterre de 1797 à 1819 en ont fourni un exemple plus illustre encore. Nous avons vu l'impression que Mollien avait retirée du spectacle de l'instauration du cours forcé en Angleterre et de l'aisance extraordinaire avec laquelle une mesure aussi grave avait été acceptée.

Nous n'avons pas l'intention de raconter ici l'histoire des grands événements financiers de cette époque. Elle a été faite bien des fois et tout récemment de manière magistrale par

M. Hawtrey¹. Il nous importe seulement de mettre en relief celles des circonstances d'alors qui ont eu une action décisive sur l'évolution ultérieure des doctrines. Et tout d'abord la suivante :

Le cours forcé et le papier-monnaie ne sont pas des nouveautés pour l'Europe au moment où l'Angleterre les introduit chez elle. La plus récente expérience est celle des assignats et son relentissement sur les esprits a été énorme. Mais tous ces papiers-monnaies sont des créations des gouvernements pour leurs besoins financiers; c'est là un trait commun qui associe l'idée du papier-monnaie à celle du crédit de l'Etat.

Pour la première fois, l'Angleterre donne le spectacle d'un papier-monnaie qui, non seulement n'est pas émis par l'Etat, mais qui garde toutes les apparences du crédit bancaire. Si au début, en 1797, on a pu voir dans les avances exigées par Pitt de la Banque d'Angleterre la cause du cours forcé et de la dépréciation du billet, ensuite, pendant les dix premières années du siècle, le billet non remboursable de la Banque d'Angleterre est émis surtout pour faire face aux besoins de crédit des industriels et des commerçants. Ce que la Banque d'Angleterre escompte ce sont des traites commerciales et c'est à travers l'augmentation de ces traites que les billets ont fini par se multiplier. C'est seulement dans les toutes dernières années de la guerre, de 1812 à 1814, que les « effets gouvernementaux » atteindront un chiffre élevé dans les bilans de la Banque. Le fait est d'autant plus remarquable que pendant les années de paix le portefeuille commercial de la Banque était au contraire toujours resté notablement inférieur au montant de ses avances à l'Etat.

Cet emploi du billet à cours forcé, si différent (au moins en apparence) de celui qu'en avaient fait jusque-là les gouvernements européens ou américains, est la source de toutes les équivoques et de toutes les controverses suscitées dans les années qui ont suivi les guerres napoléoniennes. La confusion que nous avons notée dès l'origine chez beaucoup d'écrivains du XVIII^e siècle entre le billet de banque et la monnaie, entre

¹ Dans son livre *Currency and Credit*, traduit en français par MM. Gausselet et Léonard Rist (librairie du Recueil Sirey, 1935).

les instruments de crédit et la monnaie étalon, en est singulièrement renforcée. Tous les efforts que Tooke fera vingt ans plus tard pour distinguer le papier-monnaie et le billet de banque se heurteront à cette constatation : le billet à cours forcé émis par la Banque d'Angleterre ne se distingue guère du billet de banque ordinaire que par un seul trait : sa non-remboursabilité en métal. De là une équivoque, née des conditions toutes spéciales dans lesquelles a fonctionné le cours forcé en Angleterre. C'est probablement la raison principale des obstacles auxquels se heurtera dans ce pays la théorie saine du crédit et du billet de banque.

On ne saurait, je crois, exagérer l'importance du fait que nous signalons ici. Pour de nombreuses années, une confusion s'établira entre les diverses formes de la monnaie de papier, simplement parce qu'on aura pendant vingt ans vu le billet à cours forcé de la Banque d'Angleterre continuer à remplir sa fonction de crédit commercial et bancaire, les dépenses de l'Etat étant essentiellement couvertes par les impôts et les emprunts.

La confusion n'en est pas moins grave. La dispense accordée à une Banque de rembourser ses billets signifie que dorénavant le montant de ceux-ci sera conditionné par un *principe nouveau*, qui sera ou de satisfaire aux besoins d'argent de l'Etat, ou de pourvoir à des besoins privés de crédit trop importants pour se contenter des billets émis dans les conditions normales. Le billet cesse d'être ce qu'il est essentiellement : *un simple moyen de faire circuler la monnaie métallique existante*. Il devient un pouvoir d'achat créé directement par la Banque et sans lien avec le montant préexistant de monnaie métallique.

Si ce pouvoir d'achat est créé pour les besoins de l'Etat, en vue de permettre les dépenses impossibles à couvrir par ses revenus normaux, la monnaie de papier s'incorpore définitivement à la circulation : elle passe de main en main comme une pièce de monnaie, et d'ordinaire sans revenir à son point de départ. Si ce pouvoir d'achat est créé par la Banque à l'occasion d'une opération de crédit privé, l'augmentation du papier-monnaie pourra être plus lente; elle pourra même ne pas avoir lieu si les remboursements viennent compenser les émissions. Mais le billet n'en a pas moins changé de caractère.

Sa quantité est réglée par les décisions arbitraires de la Banque, et sa valeur par rapport aux marchandises est fixée à l'intérieur et à l'extérieur sur un marché où ses fluctuations ne sont limitées par aucune barrière. La monnaie métallique ne joue dorénavant plus de rôle — ou un rôle tout indirect. D'ailleurs, en fait, elle disparaît de la circulation pour servir exclusivement à la thésaurisation ou aux paiements extérieurs.

Le papier-monnaie n'est donc pas une transformation légère du régime antérieur, c'est une monnaie nouvelle qui s'institue, avec toutes ses conséquences spécifiques pour l'économie du pays et le niveau des prix. Voilà ce que les contemporains du cours forcé anglais ne paraissent pas avoir aperçu.

Disons quelques mots des conditions légales dans lesquelles il a fonctionné à ce moment ¹. On comprendra mieux ainsi les origines de la grande controverse dont le *Bullion Report* est le centre.

Au moment où la suspension des paiements en espèces est proclamée, il existe en Angleterre, à côté des billets de la Banque, un grand nombre de billets émis par des banques privées. Ces banques avaient pour habitude de rembourser leurs propres billets soit en or, soit en billets de la Banque d'Angleterre. A partir de la suspension, elles remboursent exclusivement en billets de la Banque d'Angleterre; ceux-ci deviennent ainsi

¹ Nous n'entrerons pas ici dans la discussion des faits sur lesquels est basée toute la doctrine du Bullion Committee. Au cours des dernières années, d'excellents travaux ont été publiés sur tous les points controversés. L'action respective des finances gouvernementales, des émissions des banques de province, de la situation monétaire continentale, sur l'émission du papier-monnaie, les prix et les changes en Angleterre pendant la période du cours forcé, a été étudiée de la manière la plus instructive par M. James ANGELL, dans sa *Theory of International Price* (Harvard University Press, 1926), en particulier dans l'appendice II de son livre, par R. HAWTREY, dans un chapitre de son livre cité plus haut, enfin dans le livre d'Andréadès sur la Banque d'Angleterre. Nous nous bornons à renvoyer à ces ouvrages. Dans les deux premiers, ont été réunis en tableaux significatifs et comparatifs tous les chiffres les plus importants. On y trouvera également une bibliographie complète des travaux de détail sur lesquels les ouvrages de ces auteurs se sont appuyés. La hausse des prix paraît avoir été due avant tout aux dépenses du gouvernement et aux émissions des banques de province. Les fluctuations des changes ont été influencées fortement par les subventions payées aux Alliés par le Gouvernement anglais. La fameuse « cavalerie de Saint-Georges » a coûté à la Grande-Bretagne la stabilité de la livre. Les besoins d'or du Continent ont également joué un rôle. On trouvera dans la réédition du *Bullion Report* due aux soins de Cannan (*The Paper Pound of 1797-1821*, 1^{re} édition, Londres, 1919) un tableau des prix, des émissions de papier, des budgets, du montant des escomptes de la Banque d'Angleterre, etc. de 1797 à 1821. Enfin, on lira toujours avec intérêt les parties de la grande *Histoire des Prix* de Tooke consacrées à ce sujet.

l'instrument normal de paiement dans le Royaume-Uni. Cependant ils n'ont pas reçu cours légal; on attendra l'année 1811 pour leur donner ce caractère. C'est l'incident soulevé à la suite du *Bullion Report* par Lord King, réclamant à ses tenanciers le paiement en espèces, sous prétexte que celles-ci seules avaient cours légal, qui fera proclamer par le Parlement l'équivalence dans les paiements des espèces et du papier. Jusque-là, le papier de la Banque d'Angleterre était accepté en paiement de toutes les dettes en vertu d'une entente volontaire. L'exportation des espèces était interdite en vertu de lois anciennes. Par contre les lingots pouvaient être exportés sans difficultés, sauf ceux provenant de la fonte des espèces. Dans ces conditions les espèces ont été thésaurisées, et l'on vit s'établir une prime, non pas sur les espèces, cette prime étant interdite, mais sur les lingots. Cette prime sur le lingot, traduisant la diminution de valeur du papier par rapport à l'once d'or, a suscité les discussions qui ont abouti en 1810 au *Bullion Report*. Une partie de l'opinion soutenait que l'or avait haussé de prix, les auteurs du rapport démontraient au contraire que le papier était déprécié. La question de la prime du lingot sur la monnaie n'était d'ailleurs pas nouvelle en Angleterre. En raison du mauvais état de la circulation métallique, on avait vu à diverses reprises le lingot, dont le prix payé par l'Hôtel des Monnaies était de 3 £ 17 sh. et 10 1/2 pence par once, valoir davantage sur le marché. Comme les espèces d'un montant nominal de 3 £ 17 sh. et 10 1/2 pence pesaient moins qu'une once d'or quand elles étaient usées, on échangeait l'or en lingot contre un peu plus de 3 £ 17 sh. 10 1/2 pence en espèces. Quand on vit apparaître une prime dans l'échange entre le lingot et le papier, on se reporta naturellement à ces expériences anciennes plutôt qu'aux variations du cours du change dont cependant la prime n'était que le reflet. Une complication supplémentaire gênait l'élucidation des faits : le change sur Hambourg, sur lequel on se basait alors, était un change or contre argent, l'argent étant l'étalon à Hambourg. Il fallait donc tenir compte de la valeur variable des deux métaux l'un par rapport à l'autre.

Ces quelques explications suffisent pour comprendre la complexité des discussions soulevées par la prime sur le lingot. A distance, leur détail, tenant aux circonstances spéciales de

l'époque, a cessé de nous intéresser. Par contre, leur importance, en ce qui concerne la formation des premières doctrines sur le papier-monnaie et ses rapports avec le billet de banque, n'a pas cessé d'être grande.

§ II. — Le livre de Thornton

A la date où commence cette grande controverse, les doctrines anglaises sur le crédit ont atteint un haut degré de maturité. Tous les éléments d'une théorie complète du billet de banque et du papier-monnaie sont réunis. Smith a nettement distingué l'effet sur les prix du billet convertible et du papier-monnaie. Hume a construit les premiers linéaments d'une théorie de la répartition des métaux précieux. Mais surtout Thornton dans son livre de 1802, intitulé *Recherches sur la Nature et les Effets du Papier de Crédit de la Grande-Bretagne*, en corrigeant et en complétant ses prédécesseurs, vient de fournir, avec toute son expérience d'homme d'affaires et de parlementaire, la première analyse du marché monétaire anglais digne de ce grand sujet.

Son livre mérite qu'on s'y arrête un instant, ne fût-ce que pour marquer tout de suite la différence entre la souplesse et la largeur de ses vues et la doctrine exclusive et simpliste que Ricardo, huit ans plus tard, va imposer pour longtemps à la doctrine économique anglaise.

L'ouvrage de Thornton est publié en 1802, pendant la courte trêve que la paix d'Amiens apporte à la lutte entre l'Angleterre et la France. Le cours forcé dure depuis cinq ans. Il n'a guère jusqu'à ce moment produit d'effets sensibles. La prime du lingot et la baisse du change ne dépassent guère 9 %. Le montant des billets émis dépasse à peine le chiffre de 1797, si on laisse de côté les petits billets de 1 £ dont l'émission a été autorisée au moment de l'établissement du cours forcé. Cependant, certaines critiques commencent à se faire entendre. La sagesse de la mesure qui a suspendu les paiements en espèces est parfois contestée. Thornton prend la plume pour la défendre.

Son livre est à double fin. D'une part, il constitue un plai-

doyer en faveur de la mesure prise en 1797, qui a épargné au pays une désastreuse restriction du crédit. D'autre part, il tend à mettre en garde contre l'exagération possible du papier-monnaie, lequel ne manquera pas de se déprécier si la quantité s'en accroît sans limite.

Avec ce double objet en vue, Thornton paraît quelquefois hésitant dans son argumentation. Cependant il formule sur tous les points controversés ou incertains de la doctrine du billet de banque des vues infiniment plus complètes et plus saines que ses prédécesseurs. Le premier (depuis Cantillon) il apporte une théorie développée de la vitesse de circulation de la monnaie; le premier il décrit le mécanisme par lequel l'excès des émissions, en entraînant une balance commerciale défavorable, provoque des demandes de remboursement; le premier encore, tout en reconnaissant l'action de la balance des comptes sur les changes, il montre, avec une grande force, qu'une circulation exagérée de billets est elle-même une source de déséquilibre de cette balance; le premier enfin il expose en détail le fonctionnement du marché monétaire de Londres et les relations entre la Banque centrale et les banques de province. Toutes les théories, dont on fait en général honneur à Ricardo et qui en réalité se sont formées chez les praticiens au cours du dernier quart du XVIII^e siècle, sont présentées par Thornton avec une ampleur et une précision qu'on est loin de trouver chez son grand contemporain. En un mot, c'est chez Thornton et non chez Ricardo qu'il faut chercher l'exposé de la doctrine classique anglaise du crédit et des banques, telle que l'a formée tout un siècle d'expériences et de réflexions. On s'étonne d'autant plus en le lisant de l'oubli où sont tombés un ouvrage et un auteur que beaucoup de dictionnaires d'économie politique ne mentionnent même pas.

Signalons ici néanmoins deux traits de sa doctrine par où elle prépare et anticipe celle de Ricardo :

Thornton, pas plus que Smith ou que tout à l'heure Ricardo, n'aperçoit de différence essentielle entre le papier-monnaie et le billet de banque. L'opposition, si nette chez Cantillon, entre la « monnaie fictive » et le billet qui « fait circuler » les espèces, on ne la trouve pas chez lui. Le « papier de crédit de la Grande-Bretagne » désigne dans son vocabulaire

le billet remboursable aussi bien que le billet à cours forcé. A aucun moment, il ne paraît même soupçonner que la suspension des paiements ait fait surgir entre ces deux titres de crédit une différence quelconque. Ainsi, Thornton ne dissipe pas la confusion entre le crédit et la monnaie qui, dès l'origine du billet de banque, caractérise les économistes anglais.

Un autre trait doit être mentionné qui fournit en partie l'explication de cette attitude, et qui est bien curieux : entre le billet de banque à cours forcé anglais et le papier-monnaie tel qu'on l'a vu fonctionner sur le Continent, Thornton se refuse à reconnaître aucune analogie. Le papier-monnaie continental a été souvent déprécié, parce qu'on avait des doutes justifiés sur son remboursement ultérieur. *Ces mêmes doutes*, nous dit Thornton, *n'ont aucune raison d'être en Angleterre*. La confiance inébranlable dans la remboursabilité finale du billet de la Banque d'Angleterre est un des traits significatifs de la doctrine anglaise. Ce trait, que nous avons vu reparaître pendant et après la guerre mondiale, explique dans une large mesure l'attitude des économistes de cette époque à l'égard du cours forcé — et l'on interpréterait mal beaucoup de leurs idées, si on ne le soulignait suffisamment. Citons le texte même de Thornton, si caractéristique d'une psychologie qui s'est transmise sans défaillance d'un siècle à l'autre :

« Le gouvernement de Grande-Bretagne a peu ou point de tentation d'ordonner à la Banque d'Angleterre, ou de la forcer en aucune manière de faire ce qui est indésirable ou dangereux pour la Banque elle-même. Le ministère a pu lever annuellement, sans la moindre difficulté, grâce à notre système de crédit, une somme qui n'est pas inférieure à vingt ou trente millions de livres sterling. Le gouvernement est donc toujours en mesure de réduire par un emprunt intérieur le montant de sa dette courante envers la banque. Il est extrêmement déraisonnable de supposer que les billets sont émis en quantité exagérée en vue de fournir les moyens de prêter de l'argent au ministère. La plus forte somme que celui-ci pourrait espérer obtenir en empruntant à la banque au moyen d'une émission extraordinaire de billets, ne peut guère dépasser quatre ou cinq millions de livres, et il est difficile de croire qu'un gouvernement qui peut emprunter immédiatement au public vingt ou trente millions, serait capable, pour quatre ou cinq millions (emprunt pour lequel il devrait payer un intérêt presque équivalent à celui d'un emprunt public), de désorganiser le système, de décourager le crédit, et de mettre en danger la sûreté de la Banque d'Angleterre. Cette compagnie bancaire diffère, sur ce point capital, de toutes les banques nationales qui émettent du papier sur le Continent. Je considère que

les banques de Pétersbourg, Copenhague, Stockholm, Vienne, Madrid et Lisbonne, qui toutes émettent des billets de banque servant d'instrument de paiement, sont des banques gouvernementales, au sens le plus direct et le plus strict du mot. Il est aussi bien connu que les gouvernements résidant dans ces différentes villes n'ont pas cette facilité d'obtenir de l'argent par un emprunt public que possède de façon si remarquable le ministère de la Grande-Bretagne. Ces gouvernements n'ont donc, même dans des périodes peu troublées, d'autre ressource que d'étendre l'émission du papier de leurs propres banques; et cette augmentation de papier a naturellement pour conséquence une dépréciation presque équivalente de la valeur des billets, et une baisse du change avec les autres pays, relativement au papier. De plus, les billets, une fois dépréciés, le gouvernement, en supposant même qu'il soit sorti d'embarras, est rarement disposé à en ramener le montant à ses anciennes limites, ce qui impliquerait quelques sacrifices de sa part au moment où s'effectuera cette réduction; il se contente tout au plus d'atténuer un peu le mal ou de ne pas y ajouter. Il en résulte que, sur le Continent, le public s'attend en général à ce que le papier dont la valeur baisse ne fasse, quand les temps deviendront meilleurs, que cesser de baisser, ou que s'il monte, ce soit d'un montant insignifiant; cette perspective contribue naturellement à accélérer la baisse. En conséquence, dans toutes les places d'Europe que nous venons de mentionner, il s'est établi et se développe un fort escompte ou agio entre la monnaie métallique et le papier-monnaie du royaume. Mais cela n'est pas tout : plusieurs de ces gouvernements d'Europe ont non seulement multiplié leur papier, comme nous l'avons décrit, mais ils ont de plus déprécié à plusieurs reprises leur monnaie. Il y a ainsi une double raison pour une augmentation du prix nominal de leurs marchandises quand elles sont échangées contre le papier. Il y a donc une différence fondamentale entre la nature du papier de la Banque d'Angleterre et celui de toutes les banques nationales ou gouvernementales du Continent. Personne ne suppose que la guinée anglaise puisse contenir moins d'or qu'autrefois par suite de fraudes pratiquées par le Gouvernement dans le monnayage; et il n'est pas davantage à craindre que le papier de la Banque d'Angleterre soit sur le point d'être déprécié par une émission excessive ordonnée par le Gouvernement ou dont celui-ci aurait besoin ¹.

¹ THORNTON, *An Inquiry*, etc., pp. 61 et suiv.

Cependant, Thornton exagère. Qu'en effet, la suspension, en 1797, des paiements de la Banque d'Angleterre ait été motivée par les dépenses exagérées de l'Etat et ses emprunts à la Banque, c'est un point sur lequel les historiens qui ont le mieux étudié cette période sont d'accord, quoique Thornton le conteste vivement en attribuant la baisse du change à des craintes irraisonnées du Continent, de même d'ailleurs que RICARDO dans ses *Proposals* et dans sa *Political Economy*, p. 346. (Cf. ANDRÉADÈS, *History of the Bank of England*, HAWTREY, *Currency and Credit*, et CANNAN, *The Paper Pound*.) En quatre ans, de 1793 à 1797, la Banque avait avancé au Gouvernement près de 10 millions de livres sterling (ANDRÉADÈS, p. 190). Son inquiétude, devant le drainage de l'or vers l'étranger (dû en partie, semble-t-il, aux subsides payés par le Gouvernement anglais à ses Alliés) et devant la crise commençante, pousse la Banque à recourir à un contingentement de ses escomptes. On sait que la hausse du taux au-dessus de 5 % lui était interdite à cette époque par les lois sur l'usure. Ce contingentement eut pour effet d'accroître les demandes d'or à la Banque, le public (et en particulier les banques provinciales) voulant se couvrir contre un

On saisit ici l'immense différence entre le système financier anglais, bâti sur la stabilité monétaire et sur une incomparable richesse commerciale, et celui des autres pays. On comprend l'orgueil qu'il inspirait aux Anglais, l'admiration que Mollien ne cachera pas à son égard. On aperçoit aussi, dans ce passage si suggestif, comment s'est effectué le financement de la guerre. La méthode ressemble dans ses grandes lignes à celle de 1914 : le Gouvernement empruntait d'abord à la Banque (car la Banque d'Angleterre, nous l'avons dit, mettait dans son portefeuille plus de bons du Trésor que de traites commerciales). Il faisait ainsi hausser les prix par ses dépenses, puis s'adressait ensuite au public (qui, grâce aux dépenses gouvernementales, voyait grossir ses revenus) pour souscrire les emprunts avec lesquels il remboursait la Banque. Celle-ci fournissait d'autre part aux entrepreneurs, sous forme d'es-compte, les avances dont ils avaient besoin pour tirer parti dans leurs affaires de la hausse des prix et des profits qu'elle comportait¹. Dans les bilans de la Banque, tandis que les « effets publics » (*public securities*), entre 1792 et 1802, ne passaient que de 10 millions de livres à 13,3 millions, les « effets privés », dans les mêmes dix ans, s'élevaient de 3,1 à 13,6 millions. Ils devaient atteindre 23,8 millions en 1810, au moment du *Bullion Report*, tandis que les effets publics ne montaient qu'à 17,2 millions.

Mais si la modération même des emprunts de l'Etat à la Banque et sa volonté bien arrêtée de les rembourser permettaient d'établir, entre le billet anglais à cours forcé et celui des

manque éventuel d'espèces. Le 25 février 1797, la Banque, qui avait une circulation de 8.640.000 £, et une réserve-or de 1.272.000 £, demanda au Gouvernement de l'autoriser à suspendre ses paiements en espèces. La loi définitive réglant la situation est du 3 mai 1797 (*Bank Restriction Act*); elle limitait à 600.000 livres le montant des avances que la Banque pouvait faire au Gouvernement; mais elle ne donnait pas expressément cours légal au billet.

A partir de la suspension, par contre, le Gouvernement anglais — Pitt s'étant convaincu de son erreur et craignant le système des assignats — a été remarquablement modéré dans les avances qu'il demanda à la Banque. Ces avances jusqu'en 1810 — comme Tooke l'a montré — n'ont jamais dépassé 4 ou 5 millions de livres. (Cf. ANDRÉADÈS, p. 209.) Par contre, ce qui augmente rapidement, ce sont les avances commerciales de la Banque.

¹ Depuis le commencement de la guerre, en 1793, le gouvernement émit des emprunts chaque année, et « consolida » à de fréquents intervalles les traites de l'Echiquier et de la marine, si bien que la dette, de 238 millions de livres en 1793, atteignait 1 milliard en 1816. Cf. HOLLANDER, *David Ricardo*, p. 17. L'ouvrage de Hollander, publié dans la collection Johns Hopkins, est de 1910.

autres pays, une ligne si nette de démarcation, comment alors rendre compte de la baisse du change? Une seule explication restait ouverte à défaut de celle basée sur la confiance : l'exagération de la *quantité* des billets émis par la Banque elle-même dans l'administration de son crédit. C'est vers cette interprétation que Ricardo allait se précipiter avec toute l'ardeur de sa dialectique.

§ III. — L'identification, par Ricardo, du billet de banque, du papier-monnaie et de la monnaie métallique

Comment est-il arrivé qu'au lieu du livre de Thornton, ce soient les simplifications tranchantes de Ricardo qui aient retenu exclusivement l'attention, non seulement des contemporains, mais des générations suivantes?

On ne peut dire qu'il ait apporté aux grandes théories monétaires une contribution originale. Sa conception du mécanisme par lequel le papier-monnaie agit sur le change est empruntée directement à Thornton. Sa théorie de la répartition des métaux précieux reproduit purement et simplement celle de Hume. Ce qui lui appartient en propre, ce sont les dons du polémiste. L'économie politique a toujours retenu, pour leur faire un sort de choix, les pamphlets qui transmettent aux générations ultérieures un peu de l'ardeur et de la vie des controverses d'un temps disparu. H. George, Proudhon, et bien d'autres, auxquels l'avenir ajoutera Maynard Keynes, ont bénéficié de ce privilège. Quand ce pamphlétaire est Ricardo, c'est-à-dire un écrivain dont les théories générales — en dehors même des doctrines monétaires — ont exercé une influence profonde sur toute l'économie politique, il est naturel que son nom soit demeuré comme le plus représentatif d'une époque où foisonnent les écrits sur la monnaie et sur la banque ¹.

Ricardo est un grand polémiste. Ses phrases tranchantes touchent l'adversaire au point faible et se gravent dans la mé-

¹ Je renvoie pour l'analyse des livres de Boyd, de Lord King, de Lord Liverpool et d'autres à l'excellent ouvrage d'ANDRÉADÈS, à celui d'ANGELL cité plus haut, et à celui de Jacob HOLLANDER, *David Ricardo*, Baltimore, 1910.

moire du lecteur. Sa controverse sur la prime des lingots et la dépréciation du papier est inaugurée par trois lettres qu'il écrit au *Morning Chronicle* en août 1809¹. Puis, quand, sous la pression de l'opinion, le Comité constitué par la Chambre des Communes en 1810 — le fameux « Bullion Committee » — a remis son rapport, Ricardo écrit en 1811 une première brochure *Sur le haut prix des lingots*, destinée expressément à la défense des conclusions du Comité. Cette brochure ayant été critiquée par Bosanquet, gouverneur de la C^{ie} de la Mer du Sud, il la fait suivre la même année de sa *Réponse à M. Bosanquet*, et, un peu plus tard (1816), de ses *Propositions en faveur d'une monnaie sûre et économique*². Tous ces ouvrages ont un but pratique et précis : imposer au gouvernement et à la Banque une politique nouvelle : rétablir le cours du change et revenir à l'étalon métallique en restreignant la circulation des billets. Il ne s'agit pas pour Ricardo de construire une théorie générale du papier-monnaie valable pour tous les cas. Il s'agit exclusivement de faire triompher une certaine politique monétaire dans une période exceptionnelle de l'histoire de l'Angleterre. Les formules générales abondent dans ces écrits. Mais elles servent seulement à donner plus de force à des thèses pratiques, à des solutions spécifiquement anglaises, adaptées à des problèmes spécifiquement anglais.

L'erreur est d'avoir pris ces brochures, non pas pour ce qu'elles étaient, c'est-à-dire des modèles de dialectique opportuniste sur un point controversé de la politique financière du moment, mais pour des traités définitifs sur un problème de théorie générale. Elle a été commise non seulement par des économistes anglais, mais par beaucoup d'économistes continentaux et américains.

A vrai dire, cette autorité usurpée des brochures de Ricardo, même en dehors de l'Angleterre, s'explique. Cette période de la littérature monétaire anglaise est l'une des plus brillantes. Ses écrivains y affirment une supériorité si évidente sur ceux

¹ Ces trois lettres ont été rééditées en 1903 par l'Université d'Harvard.

² L'ensemble de ces brochures a été publié par M. Gonner en 1926 (Bell et Sons, édit.) sous le titre *Economic Essays by David Ricardo*. C'est d'après cette édition que nous citons.

des autres pays, qu'on peut faire dater de ces années leur prééminence en cette matière. Aujourd'hui encore, les ouvrages de cette époque sont d'une lecture singulièrement attachante. Seule, l'Angleterre jouit alors d'un système de crédit perfectionné, seule elle est pourvue d'une banque d'émission dominant le marché monétaire et présentant tous les caractères d'une banque « nationale » (c'est le qualificatif que Thornton lui donne à plusieurs reprises); seule, l'Angleterre traverse l'épreuve du papier-monnaie sans dommage ultérieur pour l'étalon-or; seule l'opinion publique anglaise accorde aux problèmes de crédit une véritable attention qui se traduit par les enquêtes des commissions parlementaires, par les discussions dans la presse, dans les revues, dans les brochures signées de noms obscurs ou célèbres; seul son Gouvernement jouit auprès du public d'un crédit qu'aucune faillite n'a entamé. Si l'on ajoute à cela le prestige unique que les négociants et les banquiers anglais ont conquis dans le monde entier, la puissance commerciale et financière que l'Angleterre s'est acquise au xvm^e siècle et qui, dès ce moment, en fait le « Clearing House » du monde entier — prestige qui ira en croissant pendant et après les guerres napoléoniennes — on comprend sans peine le retentissement qu'ont eu, dans tous les pays européens et en Amérique, les controverses entre des écrivains tels que Ricardo, Thornton, et plus tard Tooke, mêlés intimement à la vie des affaires et à la vie parlementaire, joignant à l'expérience pratique des dons d'exposition de premier ordre.

Et pourtant, ces controverses sont entachées de partis pris et de confusions qui ont pesé sur toutes les discussions ultérieure. Il n'est pas inutile de les mettre une fois de plus en lumière. En insistant (même un peu longuement) sur les idées de Ricardo, c'est en réalité tout le corps de doctrines dit « classique », destiné à prévaloir au cours du xix^e siècle, dont nous examinons les éléments essentiels. En marquant ce qu'il y a d'inconsistant dans la pensée en apparence si catégorique du grand polémiste, ce sont les fissures de cette doctrine que nous essayons de dégager.

Une première confusion consiste à identifier le billet à cours forcé avec le billet de banque convertible. Une seconde consiste à identifier le papier-monnaie et la monnaie métal-

lique dans leur effet sur les prix. En fin de compte, ces trois instruments de paiement — le billet de banque, le papier-monnaie inconvertible et la monnaie métallique — apparaissent à Ricardo comme trois types à peine différents d'une seule et même espèce dont le fonctionnement, sous ces différentes formes, ne présente que d'insignifiantes altérations. Par cette simplification arbitraire, Ricardo a — si l'on peut ainsi dire — « dérouté » la doctrine anglaise (et avec elle une partie de la doctrine continentale) qui s'orientait avant lui vers des conceptions beaucoup moins étroites. Il a fallu Tooke et son école pour la ramener dans une voie plus large et plus compréhensive.

Sur l'identification entre le billet de banque et le papier-monnaie, il n'est pas nécessaire de nous arrêter longtemps. Elle est commune à tous ses prédécesseurs, sauf Cantillon, et cependant Ricardo est parvenu à prendre à cet égard une position si paradoxale que personne n'a osé la reprendre après lui. Ce n'est pas, affirme-t-il, la convertibilité du billet de banque qui conserve à celui-ci une valeur égale à celle de l'étalon métallique, c'est la limitation de sa quantité. « Il n'est pas nécessaire qu'une monnaie de papier soit remboursable en espèces pour assurer sa valeur. Il suffit que sa quantité soit réglée conformément à la valeur du métal qui sert d'étalon. » Le billet à cours forcé, pourvu que sa quantité soit maintenue dans des bornes assez étroites, aurait une valeur aussi stable que celle du billet. La convertibilité n'est qu'un moyen pratique d'assurer la limitation de la quantité. Pour Ricardo, obsédé par cette notion de quantité, il n'y a pas de différence entre une créance dont l'objet est parfaitement déterminé et une créance dont le montant est inconnu. Voilà ce que ni Adam Smith, ni Galiani n'auraient admis. Voilà ce qu'un siècle plus tard, le plus classique des économistes anglais modernes, Marshall, niera catégoriquement en disant : « Je crois que tout le monde est d'accord que si le crédit d'une monnaie tombe, sa valeur tombe relativement aux marchandises, *même lorsqu'il n'y a pas de changement dans sa quantité*. Je crois que l'on est d'accord pour reconnaître que cela est démontré par l'histoire

des assignats et par la monnaie américaine à l'époque du papier-monnaie ¹. »

Entre ces deux générations d'économistes, celle du XVIII^e et celle du XX^e siècle commençant, Ricardo apparaît comme un doctrinaire isolé ².

Une autre confusion fondamentale vicie toutes les conclusions ricardiennes : la confusion entre le fonctionnement de la monnaie métallique et celui du papier-monnaie. Pour Ricardo, ce qui est vrai du papier-monnaie est vrai de la monnaie métallique et inversement. Les constatations relatives à l'une valent également pour l'autre.

Or, que pense-t-il de la monnaie métallique? Il la tient en piètre estime. Il a pris à la lettre le dédain affiché par le XVIII^e siècle à son égard.

La monnaie, écrit-il, est une denrée qui, jusqu'à ce qu'elle soit échangée contre une autre, n'ajoute jamais rien à la richesse d'un pays; aussi nous constatons que l'accroissement de sa quantité n'est jamais l'acte volontaire d'aucun pays ni d'aucun individu; la monnaie leur est imposée (*is forced upon them*) en raison de la valeur relativement

¹ MARSHALL, *Déposition devant le Comité sur la Monnaie indienne de 1899* dans *Official Papers* by Alfred MARSHALL, Londres, 1926, p. 269.

² Rappelons ici quelques-unes de ses formules les plus frappantes :

« Quoique le papier-monnaie n'ait pas de valeur intrinsèque, la limitation de sa quantité peut lui donner la même valeur d'échange qu'une monnaie métallique de la même dénomination. D'après le même principe, c'est-à-dire par une limitation de sa quantité, une monnaie usée pourrait circuler pour sa pleine valeur, et non pas pour la valeur correspondant à la quantité réelle de métal qu'elle contient... » « Dans l'émission du papier-monnaie, il n'y a pas de question sur laquelle il faille insister davantage, que sur les conséquences qui découlent du principe de la limitation de la quantité... » « Il n'est pas nécessaire qu'un papier-monnaie soit remboursable en espèces pour assurer sa valeur. Il suffit que sa quantité soit réglée conformément à la valeur du métal qui sert d'étalon... » « Le docteur Smith semble avoir oublié ses propres principes dans l'argument qu'il donne sur la monnaie coloniale. Au lieu d'attribuer la dépréciation de ce papier à sa trop grande abondance, il demande si, le crédit de la colonie étant parfaitement bon, cent livres payables à quinze ans auraient la même valeur que cent livres payables immédiatement? Je réponds oui, si la quantité de papier n'est pas trop abondante... » « L'expérience montre, cependant que ni un Etat ni une Banque n'a jamais eu le pouvoir illimité d'émettre du papier-monnaie sans abuser de ce pouvoir; c'est pourquoi, dans tous les Etats, l'émission du papier-monnaie doit être soumise à un certain contrôle; et aucun contrôle ne pourrait aussi bien s'adapter que l'obligation pour les émetteurs du papier de rembourser leurs billets, soit en espèces, soit en lingots. » (*Principes d'Economie politique*, ch. XXVII, §§ 125 et 126.)

Ainsi, — et c'est la seule concession qu'il fasse à ses adversaires, — la faiblesse des gouvernements est l'unique raison qui justifie l'obligation de la convertibilité du billet. Jamais la confusion entre le billet de banque et la monnaie n'a été plus complète.

moindre qu'elle possède dans les pays avec lesquels ils (les individus et les Etats) sont en rapport ¹.

Comme on voit bien qu'à cette époque les mines d'or n'existaient qu'en dehors du territoire de la Grande-Bretagne et de ses colonies, et que l'Afrique du Sud n'avait pas encore découvert ses trésors! Mais écoutons la suite :

Quand un pays se sert des métaux précieux comme monnaie, sans posséder de mines, on peut concevoir l'hypothèse où ce pays accroîtrait largement la production de son sol et de son travail sans rien ajouter à sa richesse, si à ce moment les pays possesseurs de mines ont obtenu une quantité telle de métaux précieux qu'ils ont pu imposer aux pays industriels un accroissement de leur circulation monétaire, égal en valeur à la totalité de l'accroissement de leur production. Or la circulation monétaire ajoutée à celle existant auparavant n'aura pas plus de valeur réelle que celle-ci. Ainsi la nation industrielle deviendra tributaire des nations qui possèdent des mines, et fera *un échange dans lequel elle ne gagne rien et perd tout* ².

Retenons cette dernière phrase à laquelle aboutit le paradoxe ricardien. L'accroissement de monnaie métallique dans un pays ne sert à rien, sinon à faire hausser les prix. Grande ou petite, la quantité existante rend des services identiques. Le niveau des prix s'y ajuste automatiquement. Entre une pièce d'or, un jeton de bois ou un billet de papier, il n'y a pas de différence à faire quant à son avantage pour l'économie d'un pays. La quantité est la seule chose qui compte.

Une circulation de papier inconvertible ne diffère en rien par ses effets d'une circulation métallique dont l'exportation serait interdite, la loi étant supposée effective ³.

Nous retrouvons ici la notion bien connue de la monnaie « bon d'achat », telle que nous l'avons rencontrée déjà chez John Law et chez Smith. Elle est à la base de toutes les conceptions ricardiennes.

Ricardo écarte ainsi un fait essentiel, c'est que le papier-monnaie inconvertible est un simple « ersatz » (et un très mauvais « ersatz ») de la monnaie d'or. Il n'est pas comme Ricardo le dit constamment — après Adam Smith — une monnaie qui

¹ *High Price, etc.* Appendice.

² Ricardo, *ibid.*

³ *Réponse à Bosanquet*, § 21.

s'ajoute à la monnaie métallique existante en la rendant surabondante¹. Il est une monnaie qui en tant qu'étalon la remplace.

A partir du jour où le papier devient étalon, et il le devient par le cours forcé, la monnaie métallique n'a plus de rôle à jouer dans la circulation et d'ailleurs elle se hâte de disparaître. Une autre monnaie a pris sa place². Ricardo constate lui-même qu'en période de cours forcé, la monnaie de papier est le véritable étalon des valeurs et qu'ainsi la monnaie métallique et les lingots deviennent automatiquement des « marchandises » (expression du reste très contestable comme nous le montrerons tout à l'heure). Il le dit formellement en deux endroits³. Mais il refuse de voir que le papier-monnaie, une fois devenu étalon des valeurs, obéit dans ses fluctuations à d'autres influences qu'à celles auxquelles l'or obéit lorsqu'il remplit cette fonction. Car l'or et le papier sont *deux monnaies différentes n'ayant pas les mêmes emplois* et n'étant par conséquent pas demandées de la même manière.

Pour ne parler que de la différence essentielle : tandis que toute quantité d'or offerte à chaque moment trouve une demande équivalente sur les marchés du monde entier, le papier-monnaie, non seulement n'est pas toujours demandé, mais on cherche souvent à s'en débarrasser. L'expérience des assignats l'avait bien montré, et J.-B. Say l'avait souligné. Mais Ricardo ne veut envisager ces deux monnaies que sous l'aspect de leur offre et par conséquent de leur quantité. La demande monétaire est à ses yeux toujours égale à la totalité de l'offre, ce qui est vrai de l'or mais absolument faux du papier-mon-

¹ Cf. en particulier les *Proposals*, etc. § 4.

² Cf. aussi CASSEL dans sa *Theoretische Sozialökonomie* (p. 364): « Dès l'instant où la banque est déliée de son obligation d'acquitter ses billets en or, les billets de banque se transforment en monnaie véritable. Le pays a alors un système de papier-monnaie; les billets non convertibles, qui valent dans ce système comme moyen de paiement légal, ont cours forcé. De tels billets de banque ne représentent plus des créances de monnaie, mais sont eux-mêmes monnaie. On doit cependant remarquer à cet égard qu'aussi longtemps qu'une reprise des paiements en espèces est en perspective, les billets conservent pour ainsi dire un caractère latent de créances de monnaie. »

³ « En ce moment, la monnaie-or n'est qu'une marchandise et les billets de banque sont l'étalon (standard) des valeurs... » et « que l'or ne soit plus en fait l'étalon par lequel notre monnaie soit contrôlée, est une vérité ». (RICARDO, *Economic Essays*, pp. 25 et 148.)

naie)¹. D'où la conclusion ricardienne que pour rétablir au taux ancien l'équivalence avec le lingot métallique (et avec les monnaies étrangères), il suffit, si ce taux vient à baisser, de diminuer la *quantité* de monnaie existant dans le pays. Que le papier-monnaie soit convertible ou non (car nous savons que Ricardo confond la monnaie de papier et le papier-monnaie), en restreignant la quantité de monnaie en circulation on relèvera directement la valeur du papier².

On avait vu à diverses reprises en Angleterre des monnaies rognées s'échanger contre le lingot à un prix plus élevé que ne le comportait la quantité de métal qu'elles contenaient, en raison des besoins de la circulation et de la quantité insuffisante des pièces. C'est cette expérience que Ricardo applique à la question du papier-monnaie.

Chaque pays dans sa pensée en effet a besoin à chaque moment d'une certaine quantité ou comme il dit d'une certaine « proportion » de monnaie pour effectuer l'ensemble de ses transactions. Cette « quantité », dit-il, « dépend de trois choses : d'abord de la valeur de la monnaie; deuxièmement du montant ou de la valeur des paiements à effectuer; troisièmement du degré d'économie pratiquée dans l'exécution de ces paiements »³.

« Aucun accroissement ou aucune diminution de cette quantité, dit-il ailleurs, *qu'il s'agisse d'or, d'argent ou de papier-monnaie* (notons l'assimilation caractéristique des trois monnaies) ne peuvent accroître ou diminuer sa valeur au-

¹ Il serait cependant exagéré de dire que Ricardo a complètement ignoré le rôle que peut jouer la demande monétaire. Il s'en est souvenu dans certaines circonstances, pour indiquer par exemple qu'en l'absence de frappe libre des lingots, la monnaie frappée en raison des besoins accrus prendrait une valeur supérieure à celle du lingot de même poids et titre. Cf. le passage de la *Proposition pour une Monnaie sûre et bon marché*, § 3. Mais Ricardo oublie volontiers les circonstances qui ne conviennent pas à son argument du moment.

D'ailleurs il ne faut jamais oublier que la demande de monnaie n'est que l'inverse de la rapidité de circulation, comme l'a très bien vu plus tard Wicksell. Par ce biais, on pourrait dire que Ricardo en a tenu compte. Mais si peu!

² « Le Parlement, écrit-il, en empêchant la Banque d'Angleterre de payer en espèces, a permis aux dirigeants de cet établissement d'augmenter ou de diminuer à plaisir la quantité totale de leurs billets; et le frein, qui existait précédemment contre une émission exagérée, ayant été de ce fait supprimé, ces dirigeants ont acquis le pouvoir d'augmenter ou de diminuer la valeur du papier-monnaie. » (RICARDO, *Economic Essays*, § 11, p. 21.)

³ *Proposals*, § 2. Cf. aussi *High Price*, § 34.

dessus ou au-dessous de cette proportion¹. » « ... En diminuant sa valeur, vous accroîtrez sa quantité dans la même proportion, et en accroissant sa valeur vous diminuez sa quantité². »

En résumé : « *La circulation ne peut jamais être trop abondante*. S'il s'agit d'or et d'argent, toute augmentation dans leur quantité sera répartie dans le monde entier. S'il s'agit de papier-monnaie, elle se répandra elle-même dans le seul pays où ce papier a été émis. Son influence sur les prix ne sera que locale et nominale puisqu'une compensation sera faite aux acheteurs étrangers par l'intermédiaire des changes³. »

Ainsi, une « proportion » correspondant aux besoins de la circulation se rétablit toujours à travers le niveau des prix quelle que soit la quantité émise, et quel que soit l'instrument monétaire.

Si la quantité augmente, les prix baissent et réciproquement. Si enfin l'économie des moyens monétaires, de ce qu'il appelle ailleurs, après A. Smith, les « opérations judicieuses des banques »⁴, par où il entend surtout l'emploi du chèque, s'accroît, la quantité de monnaie se restreint et réciproquement.

¹ RICARDO, *Economic Essays*, § 11, p. 21. Ailleurs, il écrit : « Nous pouvons alors conclure correctement que cette différence dans la valeur relative, ou en d'autres termes que cette dépréciation dans la valeur actuelle des billets de banque a été provoquée par la quantité trop abondante de billets que la Banque a mise en circulation. La même cause qui a provoqué une dépréciation de 15 à 20 % des billets de banque par rapport à l'or, peut porter cette dépréciation à 50 %. Il n'y a pas de limite à la dépréciation qui peut découler d'une quantité de papier qui augmenterait sans cesse. »

« Il n'y a de papier-monnaie en circulation que dans la quantité strictement nécessaire à nos besoins. Chaque augmentation de sa quantité le déprécie par rapport à la valeur de l'or et de l'argent, et le met au-dessous de la valeur des monnaies étrangères. Les effets sont les mêmes que si nous avions rogné nos pièces de monnaie. » (§ 13, p. 24.)

Il dit aussi : « Si l'on avait dispensé la Banque du paiement en espèces de ses billets, et si toutes les espèces métalliques avaient été exportées, toute augmentation dans la quantité des billets déprécierait la valeur de la monnaie en circulation dans la proportion de cette augmentation. Si la circulation en Angleterre avant cette dispense avait été de 20 millions, et si l'on y ajoutait 4 millions, ces 24 millions n'auraient pas une plus grande valeur que les 20 millions précédents, en supposant que la quantité de marchandises soit restée la même et qu'il n'y ait pas eu d'exportation correspondante d'espèces métalliques. Et si la Banque devait successivement l'augmenter à 50 ou 100 millions, la quantité en surplus serait tout entière absorbée dans la circulation de l'Angleterre, mais serait, de toutes façons, dépréciée jusqu'à la valeur de 20 millions. » (§ 22, p. 35.)

² *Political Economy*, § 124.

³ *High Price*, etc. § 22.

⁴ *Ibid.*, § 34.

Voilà la formule rigoureuse de la théorie quantitative s'appliquant simultanément à la monnaie métallique et au billet de banque convertible ou inconvertible (car le chèque n'entre pas en ligne de compte), les trois monnaies n'étant plus considérées que comme des bons d'achat dont la quantité plus ou moins grande fixera la valeur par rapport aux marchandises qu'ils sont destinés à faire circuler, la demande de ces bons étant toujours indéfinie.

Ricardo oublie ici deux considérations également importantes. L'une et l'autre concernent la *demande de monnaie* :

1° Le papier convertible et le papier inconvertible sont de simples titres juridiques, la monnaie métallique est un *bien* directement désiré. Elle est elle-même une « richesse », comme dit Turgot. Etant des titres juridiques, les monnaies de papier n'ont, comme toutes créances, que la valeur des objets en lesquels, en tant que créances, elles seront acquittées. Le papier convertible peut à tout instant être transformé en or; il a donc la valeur des monnaies d'or dans lesquelles il peut être transformé, cette valeur étant fixée sur le marché international où l'or est partout demandé. Quant au papier inconvertible, il est un titre dont *l'objet n'est pas spécifié*; il a donc une valeur qui fluctue comme celle de toutes les créances dont l'acquittement est indéterminé soit quant à la date, soit quant au montant. Dans la mesure où il sert à la circulation des marchandises (où il est si l'on veut remboursable directement en marchandises) sa valeur se fixe à chaque instant sur le marché par la quantité des marchandises ou des services qu'il achète. Il est clair que sous ce rapport la multiplication du papier entraîne la hausse des prix, si son émission n'est pas accompagnée d'un accroissement simultané des marchandises. Mais si on ne le destine pas à l'achat immédiat de biens, si, comme toute monnaie, on désire le conserver pour un temps plus ou moins court, sa valeur fluctuera avec l'estimation que fera son détenteur de ce que ce *papier pourra acheter au bout du temps indéterminé pendant lequel il entend le conserver*. Et si cette estimation est trop basse il peut arriver comme pour les assignats qu'on se débarrasse à tout prix du papier et que sa valeur tombe à zéro.

2° Car, — et c'est ici la deuxième considération à côté de laquelle Ricardo passe sans y prêter attention, et que d'ailleurs on néglige souvent encore aujourd'hui, — lorsqu'un étalon monétaire fluctue lui-même rapidement, ces fluctuations ont entre autres pour conséquence *de modifier la répartition que les détenteurs de monnaie font de leurs dépenses entre le présent et l'avenir*. Quand l'étalon est stable, — c'est-à-dire quand le niveau général des prix se modifie peu ou pas du tout — les particuliers répartissent leurs dépenses dans le temps suivant l'échéance normale de leurs besoins de consommation, de leurs dettes et de leurs placements. Mais quand l'étalon varie rapidement, cette répartition se modifie aussitôt. Si l'étalon baisse (c'est-à-dire si les prix haussent), les achats de marchandises et les investissements sont avancés, et le paiement des dettes retardé. Inversement, si l'étalon hausse (si les prix en général baissent), les achats de denrées et les investissements sont retardés, et les paiements de dettes avancés. Dans le premier cas, la monnaie est plus vite dépensée, dans le second plus lentement. Il en résulte aussitôt une action sur les prix intérieurs pour accélérer soit leur hausse, soit leur baisse. En un mot, les fluctuations de l'étalon, qu'il soit de métal ou de papier, déterminent une spéculation — c'est le nom que l'on donne en général à la répartition des achats et des ventes entre le présent et l'avenir — qui réagit aussitôt sur les prix. Or ces spéculations sont généralement beaucoup plus intenses avec un papier-monnaie dont les conditions d'émission sont incertaines. Ce n'est d'ailleurs pas seulement sur la répartition des dépenses intérieures que cette spéculation agira, c'est aussi sur les dépenses extérieures, par les détenteurs extérieurs de la monnaie, en d'autres termes sur la balance des comptes et sur le change.

Nous sommes amenés ainsi à aborder la théorie ricardienne du change.

§ IV. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat
L'excès des émissions
assimilé à l'usure des monnaies métalliques

La doctrine de Ricardo, sur le change, ne se comprend bien qu'en gardant présente à l'esprit la comparaison qui revient constamment sous sa plume entre la dépréciation du papier monnaie et la dépréciation d'une monnaie usée ou rognée. De cette dépréciation l'Angleterre avait fait de nombreuses expériences. Elle avait constaté qu'automatiquement le lingot faisait prime sur les monnaies frappées du même métal et qu'en même temps le change empirait dans la mesure même de l'usure des monnaies ¹. Il en résultait une hausse des prix anglais. Ainsi, la dépréciation de la livre à l'intérieur et à l'extérieur était exactement égale à la diminution du poids des monnaies anglaises.

Dans tous les cas, l'origine du change défavorable et de la prime du lingot par rapport aux pièces usées se trouvait exclusivement dans la situation *intérieure* de la monnaie anglaise. C'était le mauvais état de cette monnaie qui entraînait les conséquences observées. Pour expliquer les phénomènes dus au papier-monnaie, il suffisait d'assimiler l'émission du papier à la rognure des pièces ou, comme Ricardo le dit quelquefois, à un droit de seigneurage de plus en plus élevé, ou encore à un de ces « rehaussements » des monnaies comme la France les avait pratiqués au début du XVIII^e siècle. La quantité croissante de monnaie élevait les prix nominaux anglais dans la mesure même où la quantité de papier s'élevait. Mais, comme en même temps, le papier se dépréciait au change vis-à-vis des pays à étalon métallique, les prix réels, c'est-à-dire exprimés en métal, restaient les mêmes et la prime de l'or sur le papier était, dans l'esprit de Ricardo, la traduction ou même la *mesure* de la « surabondance » du papier.

C'est cette *analogie* que Ricardo transforme en *identité* et

¹ Cette situation s'était présentée pour les monnaies d'or avant la refonte de 1774, et pour les monnaies d'argent sous le règne de Guillaume III, avant la réforme préconisée par Locke et Newton.

qui lui permet de donner à la doctrine « quantitative » une précision au premier abord très satisfaisante pour l'esprit.

On trouve là l'origine d'une théorie devenue célèbre depuis sous le nom de théorie de la parité du pouvoir d'achat. Cette théorie voit dans une hausse des prix intérieurs, sous l'action d'une quantité accrue de monnaie de papier, la traduction exacte de la dépréciation de cette monnaie. Cette dépréciation s'exprime à son tour dans la baisse du cours des changes vis-à-vis des monnaies métalliques des autres pays. La hausse des prix intérieurs et la baisse du cours des changes sont l'expression du même phénomène : l'accroissement de la quantité de papier. L'écart des niveaux de prix entre les pays à papier-monnaie et les autres est la mesure de dépréciation du papier-monnaie. Cette même doctrine se retrouve dans le *Bullion Report*. On y lit un exposé très précis de ce que l'on appelle la parité « réelle » du change basée sur le poids respectif des monnaies nationales. L'effet de l'usure de la monnaie métallique d'un des deux pays est de modifier cette parité. La multiplication du papier-monnaie constitue une modification tout à fait analogue :

La parité réelle du change, dit le *Bullion Report*, sera modifiée si un changement quelconque se produit dans la monnaie de l'un ou des deux pays, soit que ce changement consiste dans l'usure de la circulation métallique qui l'amène au-dessous de son poids légal, soit qu'il consiste dans le discrédit du papier-monnaie à cours forcé ou dans un excès de papier-monnaie non convertible en espèces. La baisse de la valeur intrinsèque d'une portion déterminée de l'une des monnaies ayant eu lieu, cette portion ne sera plus égale à la même portion qu'autrefois de l'autre monnaie ¹.

Ainsi, il s'agit toujours d'une valeur « intrinsèque » modifiée dans un cas par le mauvais état des espèces métalliques, et dans l'autre par l'exagération de la quantité (ou dit le Rapport — mais ici Ricardo ne le suit plus — par le discrédit de la monnaie de papier)².

Plus tard, on affirmera que l'écart des prix entre différents pays tous soumis au régime du papier-monnaie permet

¹ Rapport, p. 22.

² Cf. aussi la page 17 du Rapport où la théorie est donnée avec encore plus de précision. Nous citons toujours d'après l'édition de M. Cannan publiée sous le titre : *The Paper Pound 1797-1819*, Londres, 1925.

de calculer le taux respectif auquel doivent s'établir les parités de leurs changes. C'est là une doctrine dont M. Cassel s'est fait après la guerre mondiale le brillant défenseur ¹.

Cette doctrine est la simple répétition de celle de Ricardo et du Bullion Committee : les mêmes objections que l'on fait à l'une s'appliquent à l'autre. Ricardo, en mettant exclusivement l'accent sur la quantité de papier-monnaie et sur la baisse du change considérée comme une conséquence directe et une mesure de l'exagération des émissions à l'intérieur du pays, non seulement ne nous donne aucun moyen de déceler quelle est la *quantité superflue* de papier, mais il néglige entièrement les fluctuations du cours des changes dues à d'autres causes : d'abord à l'état de la balance des comptes, ensuite et surtout à l'estimation faite par les marchés extérieurs de la valeur du papier-monnaie.

Or la baisse du change, même résultant de circonstances autres que de la seule quantité de papier, *entraîne avec elle la hausse des prix dans le pays à papier-monnaie au moins aussi souvent que celle-ci provoque celle-là*. Cette action du change sur les prix intérieurs du pays à papier-monnaie a été généralement, à la suite de Ricardo, méconnue par les écrivains de son école. Elle avait déjà été notée par les écrivains du XVIII^e siècle et elle est de la plus haute importance. On a vu la hausse ou la baisse du change exercer à travers le prix surhaussé des importations, une action puissante sur le niveau intérieur des prix, en dehors de toute modification de la quantité du papier émis. On connaît des cas nombreux où la défiance à l'égard de la monnaie de papier la déprécie bien au delà de ce que comporte sa quantité; inversement, l'espoir d'une hausse ultérieure apprécie souvent le papier bien en deçà. Substituer à ce facteur le seul facteur « quantité », voir dans l'appréciation ou la dépréciation du papier sur le marché des changes la *mesure* de sa « surabondance » et dans la hausse ou la baisse du niveau

¹ Ayant exposé comment on peut calculer la variation du pouvoir d'achat des monnaies à partir d'un certain état d'équilibre dans différents pays, M. Cassel déclare : « Je persiste à considérer les parités du pouvoir d'achat comme le cours normal des changes étrangers. Si le cours actuel du change de la monnaie d'un pays est plus bas que sa parité, cela veut dire que cette monnaie est sous-estimée; si le cours est plus haut, cela veut dire qu'elle est surestimée. » (CASSEL, *La Monnaie et le Change*, pp. 163 et 178.)

des prix l'expression mathématique de cette surabondance, croire qu'il suffira de réduire cette quantité pour entraîner une appréciation proportionnelle ou au contraire de l'augmenter pour provoquer une dépréciation est une illusion que démontre toute l'histoire et que l'expérience des assignats venait de démontrer une fois de plus. C'est bien pourquoi, quand il s'agit de revenir à la remboursabilité du papier-monnaie et de stabiliser le change, l'équilibre financier et budgétaire d'un pays compte beaucoup plus que la limitation de la quantité. Ce qui importe, en effet, c'est de rassurer les détenteurs étrangers de traites ou de monnaies sur le cours *ultérieur* des émissions de papier. Seule peut le faire la certitude que l'équilibre financier de l'Etat est rétabli. C'est pourquoi le remboursement en 1819, par le gouvernement anglais, de 10 millions de sterling à la Banque a plus fait pour le retour de la livre au pair que l'insignifiante réduction des billets qui eut lieu en même temps.

Nous venons de mentionner l'expérience des assignats. Pourquoi cette expérience, cependant éclatante, n'intervient-elle jamais dans les écrits de Ricardo?

Pour le comprendre, il faut dire quelque chose du *Bullion Report* qui a servi de prétexte aux brochures de Ricardo, et dont celles-ci se présentent comme un simple commentaire.

§ V. — Le « Bullion Report » de 1810

Pendant les premières années du XIX^e siècle, le cours forcé n'a entraîné en Angleterre qu'une assez faible expansion monétaire et le cours des changes ne s'est pas beaucoup éloigné du pair. C'est vers 1808 que l'augmentation de la circulation commence à se faire sentir, en même temps que les prix s'élèvent de plus en plus et que le cours du change baisse. Au lieu de 77 shillings 10 1/2 pence, l'once d'or s'élève à 90 shillings en 1809; la livre ne vaut plus que 107 grains d'or au lieu de 123 1/4. Cette situation inquiète certaines fractions de l'opinion et, au début de 1810, le député Francis Horner propose à la Chambre des Communes la nomination d'un Comité chargé de « rechercher la cause du prix élevé des lingots d'or ». Après

l'audition de nombreux témoins, le rapport, rédigé en grande partie par Horner, Huskisson et surtout Thornton, est déposé au mois de juin pour être discuté seulement en avril 1811 et voir ses conclusions repoussées par la Chambre.

On a souvent identifié les idées du rapport (à la rédaction duquel Ricardo n'a pas directement participé puisqu'il ne faisait pas partie de la Chambre à ce moment) avec celles du célèbre économiste. En réalité, les divergences sont nombreuses entre sa doctrine et celle du Comité qui, sur tous les points, apparaît beaucoup plus voisine de celle de Thornton. Ces divergences sont assez caractéristiques pour mériter d'être signalées ici.

Sur la question de savoir quel est, en Angleterre, le véritable étalon des valeurs, depuis l'établissement du cours forcé, le Rapport est beaucoup moins net que Ricardo. Celui-ci admet expressément que cet étalon est le papier, sans d'ailleurs tirer de cette affirmation toutes les conséquences qu'elle comporte. Le Rapport au contraire se borne à exprimer un doute sur la question. Est-ce toujours l'or qui est l'étalon ? ou est-ce le papier ¹ ? On peut en discuter, déclare le Rapport. Par contre, ce qui n'est pas discutable « c'est que dans les deux cas, il est extrêmement désirable pour le public que notre instrument de circulation soit de nouveau conforme, aussi rapidement que les circonstances le permettront, à son étalon véritable et légal, c'est-à-dire au lingot d'or ». Hésitation significative sur un point de doctrine essentiel. Elle traduit sans doute des divergences de vues à l'intérieur du Comité, et l'insuffisante compréhension de certains de ses membres à l'égard du changement radical que l'établissement du cours forcé introduit dans l'étalon monétaire d'un pays. Qu'une simple créance à valeur instable puisse servir d'étalon, de « standard » des valeurs

¹ « On peut vraiment se demander, depuis que le nouveau système de paiement de la Banque d'Angleterre a été établi, si l'or continue en réalité à être notre étalon des valeurs; et si nous n'avons aucune autre unité de mesure des prix que cet instrument de circulation émis principalement par la Banque d'Angleterre, et accessoirement par les banques provinciales, dont les variations en valeur relative peuvent être aussi indéfinies que la surabondance possible de ce même instrument de circulation. Mais que notre étalon actuel des valeurs et du niveau des prix soit ce papier-monnaie, ainsi variable dans sa valeur relative, ou continue encore à être l'or, de toutes façons il importe pour le public que notre instrument de circulation se conforme de nouveau et aussi vite que possible à notre étalon réel et légal qui est l'or en lingot », etc. CANNAN, *The Paper Pound*, p. 16.

leur apparaissait difficile à admettre. En tout cas, sur ce point, la position de Ricardo est à la fois plus franche et plus correcte.

Ensuite, — et ceci est plus important encore — le Rapport ne nie pas que « le manque de confiance dans la suffisance des fonds sur la base desquels le papier est émis » peut également provoquer la dépréciation. Seulement cette circonstance, ajoute-t-il, *ne joue aucun rôle dans notre situation actuelle*. On la rencontre dans l'histoire des autres pays qui ont fait usage du papier-monnaie, mais pas en Angleterre. Dans ce pays l'excès de circulation peut seul être mis en cause : « Dans les cas qui sont les plus fréquents dans l'histoire des pays étrangers, l'excès de papier a été ordinairement accompagné d'une autre circonstance, *qui n'a aucune place dans notre situation actuelle*, le manque de confiance dans la suffisance des fonds sur la base desquels le papier est émis ¹. » Dans un autre passage énumérant les causes qui peuvent faire hausser les changes étrangers, le rapport en mentionne trois : « l'usure ou l'altération d'une monnaie métallique en dessous de son poids légal... *le discrédit d'un papier-monnaie imposé*... et la surabondance d'un papier-monnaie non convertible en espèces métalliques ². »

Que la simple défiance et non pas seulement l'excès de circulation pût influencer le cours du papier-monnaie, on ne l'ignorait donc pas en Angleterre au moment où Ricardo écrivait. Comment l'aurait-on ignoré après l'expérience des assignats et celle des monnaies coloniales? ou après cette déclaration significative apportée devant le Bullion Committee lui-même par un personnage (désigné tantôt comme un « très éminent négociant du Continent », tantôt comme « très intimement au courant du commerce entre ce pays et le Continent », et qui n'était autre que Nathan Rothschild) lequel vint déclarer que sur le Continent, « le taux auquel la livre sterling est évaluée *n'est qu'une affaire d'opinion* et qu'on ne peut en obtenir la valeur qu'elle est supposée représenter » ³. Oubliant les précautions initiales, les rédacteurs n'hésitent plus à dire, vers la fin du Rapport, que le retour à la convertibilité sera le seul moyen de « *restaurer la confiance générale* dans la valeur

¹ *Paper Pound*, p. 36.

² *Ibid.*, p. 22.

³ *Ibid.*, p. 20.

de l'instrument de circulation du royaume ». C'est donc que cette confiance n'était plus entière?

Thornton, dans son livre de 1802, avait déjà pris, on se le rappelle, une position semblable. Il y établissait entre le papier-monnaie, tel que les pays continentaux l'avaient pratiqué, en particulier la France sous John Law et à l'époque des assignats, et celui que l'Angleterre connaissait, une différence radicale. En France, le cours des assignats avait bénéficié pendant quelque temps, disait-il, de la bonne opinion qu'avaient les porteurs soit de la valeur des terres qui leur servaient de gage, soit de la fidélité du Gouvernement français à ses engagements.

« Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que les assignats aient eu pendant quelque temps une valeur proportionnée moins à leur quantité qu'à leur crédit. Plus tard, cependant, leur quantité même a influencé leur crédit et devint une cause très forte de leur dépréciation. Mais les billets de la Banque d'Angleterre sont exactement le contraire des assignats en ce qui concerne les points que je viens de mentionner; et leur valeur à ce point de vue dépend moins de leur crédit que de leur quantité... Par là, j'entends affirmer que leur crédit dans la mesure où il affecte leur valeur est toujours haut, et que les fluctuations de leur valeur en échange soit des marchandises, soit de l'or, ne doivent être attribuées à aucun degré aux variations de la confiance qu'ont les Anglais dans la bonne foi et la solidité de la Banque d'Angleterre. »

Et il en donne pour preuve ce fait décisif que le change du sterling s'est amélioré dans les mois qui ont suivi la suspension des paiements ¹.

Le *Bullion Report*, après Thornton, reprend donc son affirmation de confiance entière dans la monnaie anglaise. Est-ce conviction profonde? Est-ce précaution oratoire nécessaire dans un rapport destiné à la publicité et dont les répercussions sur l'opinion devaient nécessairement préoccuper les auteurs? Qui pourra le dire? Toujours est-il que cette attitude devait nécessairement le conduire à souligner exclusivement la *quantité* comme cause de la dépréciation du sterling ².

Enfin, le *Bullion Report* reconnaît volontiers que certaines

¹ *Op. cit.*, pp. 254 et 255.

² Thornton (remarquons-le en passant) connaît parfaitement bien l'influence que la *demande* de monnaie exerce sur son cours. Il note la thésaurisation de la monnaie de papier dans le cas où l'on s'attend à une hausse, — et c'est à cette *demande* qu'il attribue justement le maintien du cours des assignats à leur début.

fluctuations des changes se sont produites sans correspondance vérifiable avec l'accroissement des billets et doivent être rattachées aux mouvements du commerce ou aux événements politiques. « Le Comité ne pense pas, d'une manière générale, qu'une importante baisse des changes doive être forcément attribuée, quant au montant et au degré de cette baisse, à une augmentation de billets qui lui corresponde point pour point. Il admet que les fluctuations des changes les plus ordinaires et insignifiantes sont généralement dues à l'état de notre commerce; que les événements politiques, en agissant sur la situation commerciale, ont pu souvent contribuer à la hausse aussi bien qu'à la baisse des changes ¹. »

Là encore, le rapport est en plein accord avec Thornton, dont la rédaction a vraisemblablement triomphé dans ce passage. Son livre de 1802 avait déjà mentionné une balance défavorable du commerce (survenant par exemple à la suite d'une mauvaise récolte et nécessitant des importations de grains) comme susceptible de faire hausser les changes étrangers et d'entraîner ainsi une demande de lingots pour l'exportation et une hausse de leur prix. Voilà donc une hausse des changes où la « surabondance » du papier n'était pour rien. Le même argument est repris plus tard par Malthus, auteur anonyme du compte rendu de la brochure de Ricardo dans l'*Edinburgh Review* de 1811 : « La grande faute, dit-il, de l'œuvre de M. Ricardo est la vue trop exclusive qu'il a des causes qui influent sur le cours des changes... »

Ricardo cependant écarte délibérément tous ces arguments — qu'il connaît aussi bien que personne — pour s'en tenir à l'unique « surabondance » du papier-monnaie comme origine de la dépréciation. Par là, il prend une position entièrement nouvelle et toute personnelle dans la doctrine anglaise. La prend-il, lui aussi, par patriotisme, pour ne pas paraître mettre en doute la confiance du public et de l'étranger dans le billet? Il serait amusant de penser que la « théorie quantitative » ait eu pour origine le souci de son auteur de ne pas donner prise, si peu que ce soit, au reproche d'ébranler en temps de guerre la confiance dans la monnaie du pays. Ou Ricardo pense-t-il

¹ CANNAN, *Paper Pound*, p. 35.

que cette position lui permettra d'exiger plus énergiquement de la Banque d'Angleterre l'application du remède qu'elle détient seule à ses yeux et qui consiste à *réduire la circulation* pour faire hausser la valeur et hâter le retour à la convertibilité¹. Il est difficile de le dire, quoique la deuxième hypothèse paraisse très vraisemblable. Probablement aussi, son esprit généralisateur le conduit purement et simplement à ignorer les aspects plus complexes du problème pour l'envisager sous un angle unique qui semble fournir la clef de tous les phénomènes monétaires : la *quantité*. Position commode qui lui permet d'établir cette analogie quasi parfaite à laquelle il tient tant entre le jeu de la monnaie de papier et le jeu de la monnaie métallique.

Il va donc maintenir son opinion dans toute sa rigueur, aussi bien contre Thornton que contre la revue d'Edimbourg. Il affirme à nouveau dans sa réponse à celle-ci « qu'une balance du commerce défavorable et la baisse correspondante des changes peut *dans tous les cas* (c'est nous qui soulignons) être attribuée à une circulation *relativement* redondante et bon marché »².

Le « relativement » introduit ici est la seule concession faite à des critiques auxquelles il refuse même d'accorder que l'on ait en fait constaté, comme ils l'affirmaient, la coïncidence de changes favorables et d'une circulation croissante, ou celle de changes défavorables avec une circulation réduite³. Il est vrai que ce petit mot « relativement » pourrait modifier bien des choses, comme nous le verrons plus loin. Peut-être aussi Ricardo, excellent connaisseur du marché monétaire, a-t-il été impressionné par un incident de l'histoire de la Banque d'Angleterre qui a joué un rôle considérable dans les discussions d'alors, puisque Thornton et Ricardo s'en sont occupés longuement.

Adam Smith⁴ rapporte que la Banque d'Angleterre, avant la refonte de 1774, alors que le lingot faisait prime sur les monnaies usées, achetait des lingots d'or (en émettant des billets), les faisant frapper en bonnes guinées, lesquelles étaient aussi-

¹ RICARDO, *Economic Essays*, p. 53.

² *Ibid.*, p. 51.

³ Livre II, ch. II, p. 285.

tôt fondues par le public, et rapportées à la banque pour lui être payées au prix du lingot. A. Smih attribue la continuation de ce trafic à l'émission exagérée des billets. Il est clair que la Banque aurait pu, en n'achetant pas d'or (à condition que l'Hôtel des Monnaies n'en n'achetât pas non plus) raréfier les monnaies au point que, malgré l'usure, leur prix remontât au niveau du prix du lingot. Mais c'eût été sans doute au prix d'une restriction monétaire très gênante. D'ailleurs la cause du mal était ici le mauvais état des monnaies, et le remède consistait, non dans la cessation des émissions par la Banque, mais dans la réfection des monnaies.

Ricardo, cependant, applique cette expérience au cas des sorties d'or dans un régime de billets de banque. Le seul moyen dans ce cas d'arrêter les sorties est *de cesser en même temps de faire crédit*, car si la Banque émet des billets en faisant crédit, on les lui rapporte au fur et à mesure pour obtenir de l'or, l'effet restrictif sur le marché monétaire ne se produit pas et le public n'a pas de raison de renoncer aux exportations d'or.

Ricardo, ici, signale un fait incontestable. Tous ceux qui ont eu affaire à des circonstances semblables savent avec quelle rapidité l'arrêt des escomptes, dans ces cas-là, retourne le mouvement de l'or et fait réapparaître le métal. C'est que la raréfaction de la monnaie *sur le marché monétaire* se fait sentir aussitôt. Ce marché, pour faire ses transactions, a besoin d'un minimum d'instruments de paiement, et compte sur un montant normal de crédit dont l'absence se fait sentir aussitôt. Nulle part, comme sur ce marché, la théorie quantitative ne se vérifie avec une pareille rapidité et une telle précision. La raréfaction dont il s'agit est celle des moyens monétaires nécessaires aux transactions régulières des banques ou aux opérations courantes du commerce et de l'industrie et non celle des moyens nécessaires aux transactions du public. L'effet de la raréfaction est presque instantané sur l'un des marchés, beaucoup plus lent sur l'autre. Ricardo a transporté, sans justification suffisante, le mécanisme de l'un de ces marchés à l'autre.

Or, que signifie ce phénomène? sinon que la raréfaction de la monnaie de papier au delà d'un certain point, entraîne à coup sûr un retour de monnaie métallique, ou, pour employer l'expression de Ricardo, relève la valeur de l'or dans le pays

exportateur, et attire à nouveau l'or de l'étranger? N'est-ce pas l'application rigoureuse de la théorie quantitative? Et n'y avait-il pas là une expérience souvent renouvelée depuis et bien propre à confirmer Ricardo dans l'idée que la quantité de monnaie exerce sur sa valeur relative une action décisive?

Cette même conception, il va l'appliquer avec la même rigueur au problème de la répartition de l'or entre les divers pays

§ VI. — Théorie de la répartition des métaux précieux dans le monde

Cette théorie de Ricardo est célèbre. Les événements de ces dernières années, où la répartition de l'or dans le monde a pris des aspects si nouveaux et si inattendus, lui confèrent un regain d'intérêt. Elle ne décrit sans doute qu'un aspect de la réalité. Elle est unilatérale et exclusive comme toutes les doctrines de ce grand simplificateur. Elle représente moins une conception originale qu'une synthèse des idées du XVIII^e siècle sur ce sujet. Elle n'en est pas moins instructive et touche à la racine du problème.

Dans la manière dont se répartissent les métaux précieux dans le monde, Ricardo aperçoit une nouvelle application de la théorie quantitative. Il voit dans la « surabondance » des métaux précieux le moteur initial et exclusif des mouvements de la monnaie d'un pays à l'autre.

A l'origine de sa démonstration se trouve la conception déjà signalée plus haut d'après laquelle il existe à chaque instant un certain état d'équilibre monétaire propre à chaque pays. Un pays, étant donnés son activité commerciale, son système bancaire, la rapidité avec laquelle la monnaie y circule, a besoin pour effectuer ses transactions d'une certaine quantité de métaux précieux, qui peut par conséquent être très différente d'un pays à l'autre ¹. Que la quantité *absolue* de métaux pré-

¹ « Dans certains pays, cette proportion est beaucoup plus grande que dans d'autres, et varie même, à certaines occasions, à l'intérieur d'un pays. Elle dépend de la rapidité de la circulation, du degré de confiance et de crédit existant entre négociants et par-dessus tout du caractère judicieux des opérations de banque. En Angleterre, on a adopté tant de moyens d'économiser l'emploi de l'instrument

cieux existant dans le monde soit plus ou moins grande, cela n'a aucune importance au point de vue de cette répartition. Chaque pays en prélèverait simplement un peu moins ou un peu plus, mais toujours dans la proportion convenable à son activité, son système bancaire, etc.

Les variations dans leur quantité (de l'or et de l'argent) n'auraient pas eu d'autre effet que de rendre les marchandises contre lesquelles ils s'échangeaient relativement cher ou bon marché¹.

Ricardo fait donc abstraction de tous les effets sur la prospérité générale du monde que peut avoir l'afflux d'or et que les écrivains du XVIII^e siècle avaient reconnus; il incline à l'égard de l'accroissement ou de la pénurie des métaux précieux vers cette proclamation d'indifférence complète qui deviendra l'évangile de ses partisans, et que Newmarch, quand affluera l'or californien et australien, critiquera si vivement.

Dans l'état d'équilibre initial que suppose Ricardo, les métaux monétaires ont dans chaque pays « la même valeur », ou comme nous dirions aujourd'hui « le même pouvoir d'achat » vis-à-vis des marchandises. S'il n'en était pas ainsi, les prix étant plus élevés dans certains pays que dans d'autres, il en résulterait aussitôt des achats de marchandises par le pays « cher » dans les pays « bon marché » et des transferts métalliques du premier au second. La conséquence serait une diminution de monnaie dans le premier et une augmentation dans le second, avec rétablissement consécutif de l'égalité des prix entre les uns et les autres, car « j'admets, dit Ricardo, comme un fait à l'abri de toute controverse que les marchandises augmenteraient ou baisseraient de prix en proportion de l'accroissement ou de la diminution de monnaie »².

Ce point de départ accepté, l'or ne passera jamais d'un pays

de circulation que sa valeur, comparée à celle des marchandises qu'il fait circuler est probablement (dans une période de confiance) réduite à une proportion aussi faible que le permettent les besoins de la pratique. » Cf. *High Price of Bullion*, p. 34.

Et il ajoute en note : « Dans les observations qui suivent, on supposera toujours, je souhaite qu'on le comprenne bien, qu'il existe le même degré de confiance et de crédit. »

¹ *High Price of Bullion*, § 1.

² Réponse à Bosanquet, p. 20, note. Tout le paragraphe n'est que la reproduction de l'hypothèse de Hume.

à l'autre et toutes les transactions se régleront par lettres de change « aussi longtemps que leur situation relative restera sans changement »¹. Ricardo laisse ici au lecteur le soin de deviner ce qu'il faut entendre par une « situation relative sans changement », entre deux économies telles que celles de l'Angleterre et de la France, par exemple, où tout change sans cesse!

Par contre des mouvements d'or ont lieu dans les deux hypothèses suivantes :

1° Ou bien quand un pays prospère plus vite que les autres; dans ce cas, les prix y baisseront, il « aura besoin de plus de monnaie et il en obtiendra du reste du monde »;

2° Ou bien quand une mine d'or est découverte dans l'un des pays. Dans ce cas « la monnaie de ce pays verrait sa valeur réduite en raison de la quantité de métaux précieux introduits dans la circulation, et n'aurait donc plus la même valeur que la monnaie des autres pays. L'or et l'argent, en espèces ou en lingots, suivant la loi qui régit toutes les autres marchandises, deviendraient immédiatement des articles d'exportation; ils quitteraient le pays où ils sont bon marché pour ceux où ils sont chers, et continueraient ainsi aussi longtemps que la mine resterait productive et jusqu'à ce que la proportion qui existait entre le capital et la monnaie dans chaque pays, avant la découverte de la mine, soit de nouveau rétablie et l'or et l'argent revenus partout à la même valeur. En échange de l'or exporté, des marchandises seraient importées; et malgré que ce que l'on nomme habituellement la balance du commerce ait été défavorable au pays exportant des espèces ou des lingots, il est évident que ce pays aurait pratiqué la politique commerciale la plus avantageuse pour lui, en exportant ce qui ne lui était d'aucune utilité, en échange de marchandises qui pourraient

¹ « Aussi longtemps que la situation relative des pays restera sans changement, ils pourront faire entre eux un commerce très important, mais dans l'ensemble le total des exportations et le total des importations seront égaux. Il se pourrait que l'Angleterre importât de France plus de marchandises qu'elle ne lui en enverrait mais, par suite, elle exporterait plus à un autre pays, et la France importerait plus de ce pays-là; si bien que les exportations et les importations de tous les pays se balanceraient; les règlements nécessaires se feraient par lettres de change, mais il n'y aurait pas de mouvements d'espèces métalliques, parce qu'elles auraient la même valeur dans tous les pays. » (Cf. *High Price of Bullion*, § 1, p. 4.)

être employées à développer ses industries ou à augmenter ses richesses ¹ ».

En un mot, et pour résumer en termes plus modernes la pensée de Ricardo, une seule circonstance régit les mouvements d'or de pays à pays : les niveaux relatifs des prix, ces niveaux étant eux-mêmes fonction de la quantité de métal précieux qui y circule et de l'organisation plus ou moins perfectionnée des paiements. Ils sont l'expression de la cherté ou du bon marché relatif des métaux précieux dans chaque pays. Toute augmentation de la production de marchandises dans un pays abaisse le prix de celles-ci, en d'autres termes renchérit l'or et l'attire de l'extérieur. Tout accroissement dans la production de l'or abaisse sa valeur vis-à-vis des marchandises et en provoque l'exportation. L'or est en réalité un métal complètement superflu. Il ne fait guère, lorsqu'on en découvre des sources nouvelles, que troubler les relations normales des différents pays, lesquelles sans cela s'établiraient sur la base du troc, par de simples échanges de marchandises ².

Au même moment où Ricardo exprime à l'égard de la monnaie ce jugement dédaigneux et d'ailleurs absurde qui la met si au-dessous des autres catégories de biens, il insiste sur cette idée que la sortie et l'entrée d'or n'ont pas plus d'importance que celles de toute autre marchandise et qu'on ne doit opposer aucune barrière à ses allées et venues. Si cependant les espèces ou les métaux précieux sont une marchandise comme les autres, c'est-à-dire un objet de consommation ou un instrument de production, pourquoi leur intervention dans les échanges internationaux n'aurait-elle que des inconvénients ou pourquoi leur augmentation ou leur diminution laisserait-elle

¹ *High Price of Bullion*, p. 4.

² « L'or et l'argent, ayant été choisis comme instrument général de circulation, ils sont, par suite de la rivalité commerciale, distribués parmi les différentes nations du monde dans la proportion où ils s'adaptent au commerce naturel qui aurait lieu s'il n'existait pas de tels métaux et si le commerce entre pays se réduisait simplement au troc. » (RICARDO, *Political Economy*, § 48.)

Quelle curieuse conception! WOŁOWSKI, à la page 40 de son ouvrage, *L'Or et l'Argent*, dans une note, en a fait une critique pertinente.

Qui peut croire que le commerce serait le même entre nations s'il n'y avait pas d'or pour payer les soldes? C'est comme si l'on affirmait qu'entre particuliers les échanges seraient les mêmes sous un régime de troc que sous un régime de monnaie. On a souvent fait remarquer l'erreur de la conception monétaire classique qui considère la monnaie comme un mécanisme qui se superpose à des échanges préexistants, alors qu'en réalité elle constitue une partie intégrante de l'économie.

l'économie dans la même situation ? Car ce n'est justement le cas d'aucun autre bien ; l'absence de charbon, de cuivre ou de coton ne laisserait certainement pas l'économie du monde indifférente.

Mais ceci n'est qu'une incidente, — un exemple entre beaucoup d'une terminologie singulièrement défectueuse, qui dissimule mal les trous d'une argumentation trop pressée d'arriver à des conclusions préparées à l'avance.

La principale de ces conclusions, c'est que la seule et unique cause des mouvements d'or est la cherté ou le bon marché relatif de la monnaie métallique dans les divers pays, ou comme Ricardo préfère s'exprimer, la *rareté* ou la *surabondance* relative de cette monnaie.

Insistons sur l'identification par Ricardo de ces deux expressions : cherté ou bon marché d'un côté, — rareté ou surabondance de l'autre. Elle a été souvent reprise depuis lors, mais elle est inadmissible et a faussé toute sa théorie de la répartition des métaux précieux.

Sans quelque confusion de ce genre, on ne s'expliquerait pas qu'un homme aussi bien informé que Ricardo ait délibérément écarté comme cause des mouvements d'or tant d'autres circonstances qui viennent aussitôt à l'esprit : non seulement toutes les variations de la balance des comptes que les contemporains lui avaient déjà opposées, mais les mouvements de capitaux qui, pour s'être multipliés depuis son temps, étaient loin cependant d'y être inconnus, ou encore ces va-et-vient monétaires dus aux craintes du public sur la sécurité de la monnaie, qui ont pris une telle extension après la guerre mondiale, mais étaient bien connus du xviii^e siècle, aux périodes de rehaussement et de diminution des monnaies, comme Law et Cantillon le signalaient déjà.

Tous les mouvements de capitaux, de revenus, de services et de denrées, tantôt ensemble, tantôt séparément, peuvent donner le branle à des mouvements d'or. La formule ricardienne de la « surabondance relative » de l'or comme unique cause de ses déplacements apparaît si complètement erronée qu'on hésite à admettre qu'un auteur aussi perspicace que Ricardo lui ait donné le sens que la tradition continue à lui prêter. C'est cependant la vérité.

L'étonnement est moindre si l'on se rappelle que Ricardo est un cambiste habitué du marché des changes. C'est de ce poste d'observation qu'il suit les mouvements des métaux précieux et qu'il les interprète. Or, que voit-on sur ce marché? Quand par suite d'une circonstance *quelconque* (accroissement du crédit, mauvaise récolte exigeant des importations supplémentaires, prêts à l'étranger, etc.), les changes étrangers, c'est-à-dire les cours des créances internationales qui servent de moyens de paiement s'élèvent, quelle est l'immédiate conséquence de cette hausse? Une hausse du prix exprimé en monnaie nationale de toutes les marchandises étrangères, *y compris l'or à l'étranger*. Les moyens de paiement sur l'étranger — traites commerciales et chèques — ayant renchéri, tous les produits étrangers — *y compris l'or* — deviennent aussitôt plus chers pour le pays dont le change baisse et qui doit se procurer ces moyens de paiement. Supposons que cette situation se produisant en France, le prix en francs de la lettre de change sur Londres s'élève; pour acquérir un « souverain » à Londres, monnaie dont le prix correspond à 25 fr. 22 à Paris, j'achète à Paris une lettre de change à un prix *dépassant 25 fr. 22*. En d'autres termes, l'or — payé en francs — est plus cher à Londres qu'à Paris. Dès que la différence de prix dépasse les frais de transport du métal, j'ai intérêt à exporter de l'or de Paris à Londres et à vendre à Paris les traites sur Londres que j'obtiens grâce à cet envoi.

Ricardo ne se trompe donc pas quand il déclare que toute exportation d'or vient de ce que l'or payé en monnaie nationale est relativement plus cher dans le pays d'importation que dans le pays d'exportation¹. C'est bien la règle qui préside à tous les mouvements d'or, lesquels ne s'effectuent jamais que si dans un pays le cours des changes — c'est-à-dire le prix des instruments de paiement internationaux — s'élève assez pour que l'on ait bénéfice, comme pour n'importe quelle autre marchandise, à exporter le métal d'un pays à l'autre.

¹ Il y a bien chez Ricardo une autre doctrine encore. Il affirme que si l'on expédie de l'or de préférence aux marchandises en cas de change défavorable, c'est parce que *l'or est meilleur marché* que les autres marchandises. Toute cette discussion — car des contemporains avaient déjà fait remarquer que l'or haussait en même temps que les autres marchandises — est extrêmement obscure et ne mérite plus d'être relevée.

Seulement, pourquoi Ricardo ajoute-t-il que ce bénéfice vient de ce que l'or est *surabondant*? L'erreur commence quand il traduit les mots : « cherté et bon marché relatifs » par « rareté et surabondance ». De ce que le blé ou les pommes de terre sont plus chers à Londres qu'à Paris et qu'on les exporte de Paris à Londres, qui voudrait conclure que le blé est surabondant à Paris ou les pommes de terre? Il se peut qu'il y ait disette dans les deux pays, et que cependant les exportations aient lieu si les prix sont différents.

De même pour l'or. L'or est le moyen de paiement international par excellence parce que son prix exprimé dans la monnaie de chaque pays est toujours stable. Aucun aléa donc dans sa vente. Toutes sortes de circonstances peuvent faire qu'à Paris les moyens de paiements internationaux autres que l'or renchérissent, en d'autres termes, soient insuffisants pour les paiements à faire. Dans ce cas, l'or, qui à Paris a toujours le même prix en francs, vient suppléer à cette insuffisance, laquelle se traduit par une différence de prix (en francs) de l'or à Londres et à Paris, entraînant un bénéfice pour les exportateurs. Mais cela ne veut pas dire que Paris ait « trop » d'or et que Londres « en manque ». Cela veut simplement dire que Paris, à une date déterminée, s'est endetté vis-à-vis de Londres plus que Londres vis-à-vis de Paris.

En tant que cambiste, Ricardo a vu juste quand il a constaté que les sorties d'or d'un pays sont toutes provoquées par une hausse des changes, c'est-à-dire par une hausse du prix (en monnaie nationale) de l'or à l'étranger. En tant qu'économiste, il s'est trompé en imaginant une sorte d'équilibre impossible à concevoir et à préciser entre les « besoins » d'or de chaque pays et la quantité d'or que ce pays reçoit, et en supposant que les mouvements d'or d'un pays à l'autre ont pour effet de réaliser cet équilibre, de sorte qu'un pays, s'il exporte de l'or, c'est qu'il en a « trop » et qu'un autre, s'il en importe, c'est qu'il en a « trop peu ». Le contraire se produit souvent. Nous avons vu, au cours des dernières années, la France et les Etats-Unis acquérir de l'or en quantités massives et bien au delà de leurs besoins, sans qu'on pût voir dans ces mouvements autre chose que l'effet soit des dépréciations, soit des stabilisations monétaires à des taux correspondant aussi bien pour les capi-

taux que pour les marchandises à des écarts de prix tels que des mouvements importants d'or devaient en résulter d'un pays à l'autre.

En réalité, l'or — monnaie internationale — est à chaque pays ce qu'est à une exploitation industrielle ou commerciale sa trésorerie. Certaines entreprises ont une trésorerie à l'aise; elles ont toujours des fonds liquides soit en caisse soit en prêts à court terme; lorsque leurs dépenses courantes dépassent momentanément leurs recettes courantes, elles ne sont jamais gênées pour combler ces vides momentanés en rappelant des crédits à court terme. C'était le cas de l'Angleterre avant la guerre. D'autres entreprises ont une trésorerie gênée; soit qu'elles prêtent à trop long terme les fonds dont elles disposent, soit qu'il y ait des à-coups dans leurs ventes, alors que leurs dépenses ne s'interrompent pas, soit qu'elles immobilisent leurs bénéfices. C'était le cas de l'Allemagne avant la guerre. Ces entreprises, quand elles ont une dette urgente à payer, doivent liquider leurs stocks de marchandises à bas prix ou emprunter à court ou à long terme ou dénoncer les avances consenties à d'autres.

Il en est de même pour les paiements qu'un pays doit acquitter. Ces paiements ne coïncident pas toujours avec les recettes provenant des ventes. Le passif de la balance des comptes dépasse par moment l'actif. L'écart ne peut être comblé, à défaut de crédit, que par des envois d'or. Mais l'importance de ces envois ne provient pas d'une surabondance d'or, il provient de l'ensemble des transactions d'achat et de vente, de prêts et d'emprunts, des versements et des remboursements qui peuvent à un moment ne pas se compenser et dont le solde ne peut se régler qu'en or. Chaque fois que l'or est expédié, c'est qu'il est plus cher à l'étranger que dans le pays exportateur. Cette différence de prix vient de ce que les *moyens de paiement autres que l'or* dont le pays dispose sont insuffisants pour le montant des dettes à régler. Cette insuffisance peut provenir de toutes les circonstances qui déterminent la balance des comptes, c'est-à-dire les recettes et les dépenses en monnaie étrangère que fait un pays.

Parmi ces circonstances, Ricardo n'en veut retenir qu'une : l'insuffisance ou la surabondance de l'or à l'intérieur du pays

par rapport aux transactions à y effectuer et l'écart du niveau des prix qui en résulte. A Malthus et à Thornton qui lui opposent le cas d'une récolte déficitaire, obligeant à des importations de blé et à des sorties d'or, il répond avec une dialectique purement verbale — semblable à celle que Marx emploiera plus tard — qu'une mauvaise récolte, en diminuant les produits en face d'une circulation identique, rend celle-ci « relativement » surabondante. Ce n'est évidemment qu'un mauvais jeu de mots. Ricardo au fond admet une seule cause durable et importante des mouvements d'or : la production même des mines qui détermine un décalage entre les niveaux de prix des divers pays. Les mouvements provenant d'un déséquilibre de la balance des comptes — sans que la quantité de monnaie se soit accrue dans le monde — sont à ses yeux insignifiants. Seuls ont de l'importance ceux qui se manifestent dans les pays de production de métaux précieux, quand ces métaux y sont aussitôt transformés en monnaie. Dans ceux-ci, l'augmentation de la production commence d'après lui par élever les prix, c'est-à-dire *abaisser le pouvoir d'achat de l'or vis-à-vis des marchandises au-dessous de ce qu'il est dans les autres pays* et c'est à la suite de cet abaissement qu'apparaît la variation des changes. En somme, Ricardo restait entièrement lié aux souvenirs du XVIII^e siècle.

Au cours du XIX^e siècle, la répartition de l'or dans le monde s'est effectuée sans grande difficulté grâce à l'ajustement rapide des balances de compte dû à la liberté relative du commerce international. Les grands déplacements d'or y ont été rares et ont pu s'effectuer sans grand trouble grâce à l'élément modérateur que constituait le bimétallisme. La France à cet égard a joué un rôle important dans le maintien de l'équilibre des prix, en particulier après la découverte des mines de Californie. L'or du Transvaal, en se répandant dans le monde après 1895, a provoqué partout une hausse lente des prix. Il était payé partout comme métal-étalon à un prix fixé et connu à l'avance. Une fois accueilli sur les marchés acheteurs l'action de ce nouveau pouvoir se faisait sentir graduellement sur l'ensemble de l'économie. La répartition s'est faite suivant la conception de Ricardo.

Les grands mouvements d'or de l'après-guerre qui ont

tant frappé les esprits, ont eu un caractère différent, ils peuvent se grouper en trois catégories :

a) Les migrations de capitaux dus à l'énormité des crédits faits par certains pays à d'autres (crédits de l'Amérique à l'Allemagne, dépôts faits par tous les pays soit à Londres, soit à d'autres moments — 1929 —, à New York) et aux retraits de capitaux quand la panique est survenue. Ces retraits brusques, en 1931, ont vidé l'Allemagne et l'Autriche de leur or, et par contre-coup Londres. Ricardo n'avait pas envisagé le rôle que ces mouvements de capitaux allaient jouer dans la vie internationale, ni l'ampleur des déplacements de métal qui en résulteraient. Ils sont un des éléments de cette balance des comptes dont Ricardo méconnaissait systématiquement le rôle;

b) D'autres puissants mouvements d'or ont été provoqués simplement par les opérations d'arbitrage que *la fixation arbitraire d'un prix d'achat de l'or en monnaie nationale sans relation avec le cours des changes a provoquées* :

Il y en a deux grands exemples. Le premier et le plus célèbre est celui de l'absorption de l'or par les Etats-Unis au lendemain de la guerre.

Le maintien par Londres d'un prix d'achat de l'or en livres identique à celui d'avant guerre, prix qui refusait de tenir compte de la dépréciation de la livre vis-à-vis du dollar a fait que tout l'or nouvellement extrait allait se vendre à New York pour être transformé en dollars avec lesquels on obtenait des livres en plus grande quantité qu'en vendant le même poids à la Banque d'Angleterre. C'est tout le secret de l'accumulation de l'or à New York, jusqu'à la stabilisation de la livre en 1925. Cette raison a disparu lorsque l'Angleterre est parvenue à faire remonter son change au taux ancien de 4,86 dollars par livre sterling. La coïncidence rétablie entre le cours du dollar sur le marché des changes, et la parité des poids d'or du souverain et du dollar a mis fin aux envois d'or à New York.

De même, quand, en 1935, le président Roosevelt a brusquement décidé de fixer le poids d'or du dollar au montant correspondant à 15 francs français, alors que sur le marché des changes à Paris, le dollar valait 16 francs, il a déclenché un brusque courant d'or vers New York. Il y avait avantage à acheter pour 15 francs d'or à Paris, à les expédier à New York

où on les vendait pour un dollar, et à revendre à Paris ces dollars sous forme de traites sur New York au cours du marché des changes à Paris, c'est-à-dire à 16 francs. De là, de Paris et de Londres à New York, d'énormes envois d'or ne correspondant qu'à l'écart brusquement provoqué par la dévaluation américaine, entre le prix de l'or et celui des moyens de paiement internationaux — écart qui a disparu par l'effet que ces envois même ont eu sur le marché des changes en abaissant le cours du dollar de 16 à 15 francs.

Ainsi, des mouvements prolongés d'or peuvent résulter du simple fait qu'il y a un écart entre le taux d'échange de deux monnaies-papier sur le marché des changes, et le prix officiel auquel l'or est tarifé en chacune des monnaies par les banques d'émission.

c) Après la guerre, chaque pays à papier-monnaie a dû fixer à nouveau le poids en or de son unité monétaire. En général, cette stabilisation s'est faite au niveau qu'il estimait correspondre à l'équilibre de sa balance des comptes, — c'est-à-dire au niveau résultant de l'établissement sur le marché des changes d'un cours momentanément stable. Ainsi, en Angleterre, la hausse de la livre sterling jusqu'à la parité ancienne a fait décider le retour à cette parité. En France, la hausse du franc après la crise de 1926 a permis de décider le remboursement du billet en or au niveau où il semblait que le cours du change pourrait être maintenu sans sortie d'or.

Mais ces stabilisations, basées sur le cours des changes et son maintien, n'ont pas suffisamment tenu compte d'une autre circonstance : l'équilibre entre le pouvoir d'achat intérieur et extérieur de la monnaie. Et c'est ici que Ricardo redevient actuel. Stabiliser la livre vis-à-vis du dollar au taux de 4 \$ 86, c'est dire qu'une livre transformée en dollar peut acheter en Amérique autant que 4 \$ 86. Mais si en même temps, le niveau des prix en Angleterre est si élevé qu'une livre en Angleterre achète moins de marchandises et de services qu'elle n'en achète en Amérique quand on la transforme en dollars, que va-t-il se passer ? Les achats anglais en Amérique se multiplieront, les achats américains en Angleterre se restreindront. La balance des comptes deviendra défavorable et l'or tendra à passer d'Angleterre en Amérique. Non pas, remarquons-le, parce qu'il y a

trop d'or en Angleterre, mais simplement parce que, étant donné le cours choisi, le niveau des prix anglais exprimé en or est supérieur à celui des prix américains ¹. C'est donc bien *l'écart du niveau des prix* qui, comme le pensait Ricardo, va déterminer des sorties d'or du pays où l'or est « relativement bon marché ». Mais, répétons-le, non pas « relativement surabondant », car son bon marché vient simplement d'un acte du prince qui, en fixant le poids d'or contenu dans une livre sterling, a par là même fixé le prix de toutes les marchandises en or et peut l'avoir fixé ou trop haut ou trop bas, par rapport au niveau des autres pays.

Les raisons qui peuvent déterminer un écart dans le niveau des prix des diverses nations sont, on le voit, plus nombreuses que ne le pensait Ricardo, renseigné par les seules expériences du XVIII^e siècle. De même les raisons qui peuvent déterminer les flux et les reflux de l'or, en l'attirant là où il est le mieux payé, sont multiples. L'idée d'une tendance constante à l'équilibre entre les « besoins monétaires » de chaque pays et son approvisionnement de métal doit être définitivement écartée. Mais non pas l'idée qu'il y a entre le taux de change de deux monnaies et le niveau des prix de deux pays une correspondance qui, si elle n'est pas réalisée, entraîne des sorties ou des entrées d'or. Et cette idée est bien de Ricardo.

Ce qui a manqué à Ricardo, comme au *Bullion Report*, c'est une vue nette des différents marchés, dont les réactions réciproques agissent les unes sur les autres, et de l'équilibre entre ces marchés. En réalité il y a ici en jeu au moins quatre rapports de prix dont chacun, en se modifiant, influence les autres :

- a) Le taux d'échange de la monnaie contre les marchandises, les services et les capitaux, dans le pays A;
- b) Le taux d'échange de la monnaie contre les marchandises, les services et les capitaux dans le pays B;
- c) Le taux d'échange des deux monnaies sur le marché

¹ Ricardo, dialecticien subtil, dirait peut-être quand même qu'il y a trop d'or en ce sens qu'en fixant un taux de stabilisation très bas on diminue la valeur or totale de la monnaie existante, c'est-à-dire que *l'on réduit sa quantité*, et inversement si on fixe le taux trop haut. Ainsi l'Angleterre en ramenant la livre au pair aurait *augmenté* le total de la monnaie équivalente à l'or — ce qui aurait provoqué la sortie de cette monnaie.

international des changes, où s'achètent et se vendent les créances réciproques d'un de ces pays sur l'autre;

d) Le prix fixe auquel l'or s'échange dans chaque pays contre la monnaie du pays, quand ce prix existe (ce qui peut ne pas être le cas soit pour l'un de ces pays, soit pour les deux à la fois, lorsqu'ils sont au papier-monnaie) — c'est-à-dire la parité légale des poids d'or des deux monnaies.

Tout changement de taux sur l'un de ces marchés réagit aussitôt sur les taux de tous les autres. Le déséquilibre peut donc prendre naissance *tantôt sur l'un tantôt sur l'autre et non pas sur un seul d'entre eux*. Il peut résulter d'une augmentation du papier-monnaie en A ou d'une mauvaise récolte, ce qui entraîne une hausse des prix qui réagit sur la balance des comptes et par suite sur le cours du change. Il peut prendre naissance sur le marché des changes si une défiance apparaît au sujet de la solidité de la monnaie de A ou de B. Enfin, il peut prendre naissance quand, pour une raison quelconque (dévaluation, stabilisation, etc.), le prix de l'or en monnaie du pays est modifié. Sans une théorie générale de l'équilibre, on chercherait en vain à expliquer la variété des mouvements d'or auxquels donnent lieu les relations internationales. Mais rien n'est plus loin de l'esprit de Ricardo qu'une pareille théorie.

§ VII. — Conception ricardienne du crédit

La notion de quantité domine entièrement la conception monétaire de Ricardo : Le niveau des prix dépend de la quantité de monnaie, qu'elle soit métallique ou de papier. La monnaie de papier exerce sur les prix la même influence, qu'elle soit remboursable ou non, le degré de cette action étant proportionnel à la quantité émise. Le cours des changes est déterminé exclusivement par la quantité de monnaie de papier émise dans un pays à papier-monnaie, le cours étant la mesure exacte de la dépréciation créée par l'augmentation de quantité. C'est aussi par la limitation de la quantité que la monnaie d'appoint ou de billon conserve sa valeur dans un système monétaire. La quantité règle non seulement la hausse mais

la baisse des prix. Ricardo n'ignore pas les inconvénients d'une déflation, mais il ne doute pas une seconde de la possibilité de la faire et que la réduction du papier, comme la réduction des pièces de monnaie frappées, n'en fasse hausser la valeur, c'est-à-dire baisser le prix des marchandises, presque aussi aisément que l'augmentation du papier le faisait hausser. « L'économie de monnaie », d'autre part (et par là il faut entendre le système des comptes courants et des chèques), produit les mêmes effets que son augmentation. Cette économie compense l'insuffisance monétaire, de sorte qu'il y a entre le niveau des prix, la quantité de monnaie et l'économie plus grande dans les moyens de paiement une relation constante, telle que cette économie compense la raréfaction.

Jamais jusqu'à Ricardo, une conception aussi simplifiée des relations entre la monnaie, quelle qu'elle fût, et les prix n'avait été formulée.

Dans cette conception, l'idée de la monnaie simple « bon d'achat », que nous avons vu triompher chez John Law et chez Adam Smith, atteint son maximum d'exclusivité. L'idée de la monnaie, instrument de conservation de la valeur, a complètement disparu de l'esprit de Ricardo. Qu'une partie de la monnaie puisse être retirée de la circulation et thésaurisée, simplement parce que sa valeur est plus stable que celle des marchandises, est une idée qui semble ne l'avoir jamais effleuré. La notion de demande de monnaie n'apparaît pas chez lui. Dans une page bien intéressante, M. Hawtrey a signalé la gravité de cette lacune aussi bien dans le rapport du *Bullion Committee* que dans la doctrine de Ricardo.

A quoi sert alors, se demandera-t-on, l'étalon monétaire et pourquoi un étalon monétaire métallique? A quoi bon lier le système de paiement à un étalon semblable? Ici la notion de quantité va intervenir encore.

Dans une phrase vraiment révélatrice des « Propositions en vue d'une circulation économique et sûre », Ricardo écrit : « La seule utilité d'un étalon est de *régler la quantité de la monnaie et, à travers cette quantité, sa valeur.* » La monnaie métallique n'est donc pas une richesse qui circule et dont la possession comme celle de toutes les autres marchandises est désirée pour elle-même comme l'avaient compris tous les

grands écrivains du xviii^e siècle, Cantillon, Turgot, Galiani. La monnaie métallique servant d'étalon n'est intéressante que parce que sa quantité est limitée et qu'ainsi la quantité de monnaie et le niveau des prix ne peuvent pas s'élever indéfiniment et arbitrairement. A aucun moment, l'idée de la conservation de la richesse, l'idée d'un lien à établir entre le présent et l'avenir, grâce à un objet précieux et inaltérable, n'intervient dans la pensée de Ricardo. Ou si elle y est jamais intervenue, c'est évidemment pour l'écarter, la notion de limitation de quantité suffisant dans sa pensée pour résumer toutes les qualités de l'étalon.

Telle étant sa notion de la monnaie, sa notion du crédit en résulte nécessairement. Le billet de banque n'est qu'une monnaie comme les autres. Le banquier a pour fonction de *créer de la monnaie*. Nous voyons apparaître pour la première fois le même conflit d'interprétation, que nous rencontrerons plus tard à propos du chèque, entre ceux pour lesquels l'émission d'un instrument de crédit (billet de banque ou compte courant utilisable par chèques) n'est que la mise en circulation de dépôts préalablement reçus et ceux pour lesquels cette émission est une *création monétaire*. L'idée de Cantillon que le billet de banque est un simple instrument de crédit qui permet de faire circuler plus vite la monnaie, mais qui n'est pas lui-même une monnaie au sens vrai du mot, est ici complètement écartée. Entre l'émission du billet remboursable et la création du papier-monnaie, Ricardo ne voit aucune différence. Ce qu'il envisage, ce sont simplement des mesures de précaution contre les émetteurs de monnaie. Il admet que ceux-ci soient obligés de remettre au gouvernement certaines garanties pour éviter l'excès de leur émission. L'idée que des titres de rente puissent constituer cette garantie ne le choque pas. A aucun moment, il ne considère que le bon choix du crédit par le banquier et le souci de la remboursabilité de ses billets suffisent à la sécurité du public. Entre instruments de circulation et monnaie, Ricardo ne fait pas de différence; la seule chose qui importe, est la limitation de la quantité des uns comme de l'autre.

Quant aux *chèques*, ils sont dans la pensée de Ricardo non

pas un instrument de circulation, mais *un moyen d'économiser la monnaie*. Le premier, il introduit dans la classification des instruments monétaires cette opposition entre le chèque et le billet de banque (entre ce qu'on appelle aujourd'hui la monnaie scripturale et le billet) que l'on a eu plus tard tant de peine à extirper et que le *xvii^e* siècle n'a jamais connue. C'est que le chèque, à ses yeux, n'est pas un instrument de circulation et ne peut, par conséquent, agir en tant que tel sur le niveau des prix. Nous voyons là l'origine de toutes les discussions qui aboutiront à l'Act de Peel.

L'ensemble de ces conceptions constitue la *théorie quantitative* de la monnaie. On ferait mieux de la dénommer *théorie ricardienne de la monnaie*. L'exclusivisme de cette conception a fini par rendre suspecte à beaucoup d'économistes toute théorie des prix ou de la monnaie dans laquelle entre en jeu la quantité de celle-ci. L'abus par Ricardo de cette notion a fait douter de toutes les explications des mouvements de prix, où intervenait l'augmentation ou la diminution de la quantité monétaire, qu'elle fût métallique ou de papier. Quand est venu s'y surajouter le mécanisme compliqué et artificiel de l'Act de Peel en 1844, la théorie ricardienne a achevé d'être compromise.

Elle a cependant laissé des traces profondes dans toute la conception monétaire anglaise et même continentale. Il n'est pas difficile de les suivre jusque chez les écrivains les plus modernes qui continuent à penser que l'on peut maintenir le niveau des prix par des opérations de crédit et qui n'aperçoivent, entre le billet de banque à cours forcé et le billet de banque convertible, que des différences superficielles. La confusion du crédit et de la monnaie, que l'on constate dès les origines de la conception du billet de banque, dont John Law a été le principal protagoniste et Adam Smith le propagateur inconscient, trouve sa formule définitive chez Ricardo où la confusion entre un instrument de crédit et un étalon monétaire est faite avec une candeur qui jusqu'alors n'avait pas été atteinte.

Cette confusion éclate dans les *Propositions pour une Monnaie sûre et bon marché* publiées en 1816, et plus encore dans son *Plan d'une Banque nationale*, trouvé dans ses papiers

et publié immédiatement après sa mort, en 1823¹. On croit rêver aujourd'hui en lisant les détails de ce plan et surtout les justifications qu'en donne Ricardo. C'est justement ce plan qui a servi de base à la réforme de 1844 et qui a dominé pendant longtemps la conception anglaise du billet de banque. Qu'y lit-on? Que la monnaie de papier n'a d'autre avantage que de dispenser un pays d'une grande quantité de monnaie métallique, cette quantité pouvant être employée à acheter des matériaux, des machines, de la nourriture, etc. C'est, on le voit, la conception de Smith dans sa forme la plus rigoureuse. La monnaie de papier étant simplement un moyen commode de remplacer la monnaie métallique, il s'agit d'en fixer une fois pour toutes la quantité. Pour cela, il suffirait de remplacer tous les billets actuellement émis par la Banque d'Angleterre par des billets d'Etat et de rembourser de même les billets émis par les banques privées. (Les banques étant ainsi remboursées de leurs émissions, l'Etat seul serait dorénavant l'émetteur de la monnaie de papier, et il ne pourrait plus l'émettre que contre un apport de monnaie métallique de l'extérieur. La quantité de papier circulant en Angleterre serait donc fixée au montant existant à la date où Ricardo écrit, et son accroissement ou sa diminution serait exactement calqués sur les entrées ou les sorties de métaux précieux qui s'effectueraient dorénavant. Un autre élément d'élasticité serait fourni par les *opérations sur le marché libre* qu'effectuerait le gouvernement : quand il aurait des billets en excédent, il achèterait des titres d'Etat sur le marché; quand il voudrait réduire la quantité de monnaie, il vendrait sur le marché ces mêmes titres d'Etat. Ces achats et ces ventes se feraient en se basant sur le cours des changes qui serait le thermomètre auquel l'Etat à chaque instant mesurerait la conformité de la valeur du papier-monnaie avec la monnaie métallique. On voit combien ancienne est la conception de ces opérations que quelques personnes considèrent comme le comble du modernisme et qui constituaient une pratique ancienne de la Banque d'Angleterre que, déjà en 1837, Gilbart lui reprochait vivement.

¹ Ce plan a été reproduit dans les *Minor Papers on Currency Questions*, 1809-1823, par J. H. HOLLANDER, Baltimore, en 1932. Il est de première importance pour la compréhension des origines de l'Act de Peel de 1844.

Mais, dira-t-on, qui alors fournira les moyens de l'escompte commercial? Ces moyens, dit Ricardo, sont fournis dès à présent par les dépôts du public, qui constitueront les ressources grâce auxquelles les banques de dépôt seront en état d'escompter à chaque instant les lettres de change. Entre ces opérations commerciales et l'émission de la monnaie de papier, il n'y a pour Ricardo aucune relation. *La création du billet de banque et la fourniture de crédit sont deux fonctions entièrement séparées qui ne doivent pas être remplies par les mêmes organes.*

On voit ainsi apparaître avec une parfaite netteté la conception qui dominera l'Act de Peel de 1844 et la célèbre séparation de la Banque d'Angleterre en deux départements. Une seule différence : Ricardo confie l'émission des billets à la Trésorerie, tandis que l'Act de Peel en charge la Banque d'Angleterre elle-même.

En d'autres termes, Ricardo n'envisage pas un instant que le billet de banque puisse être considéré comme un instrument de crédit dont le rôle essentiel est de « faire circuler » la monnaie existante. Le papier-monnaie ou le billet de banque — car ces deux termes pour lui n'en font qu'un — est essentiellement une monnaie dont la quantité par conséquent doit être strictement limitée, comme celle de toute monnaie, et dont le rôle est absolument différent de celui que peut remplir un instrument de crédit.

Ce simple résumé des idées de Ricardo fait ressortir avec éclat l'incompatibilité entre la conception du billet de banque, telle que l'a formulée le principal théoricien monétaire anglais et celle qu'à la même date un homme comme Mollien applique à l'organisation de la Banque de France. Pour Mollien, le billet de banque est un instrument *de crédit* chargé de remplacer d'autres instruments de crédit qui sont les effets de commerce, en rendant leur circulation plus aisée. Le billet de banque n'est donc lui-même qu'une sorte d'effet de commerce. Pour Ricardo, au contraire, il est la monnaie même; sa quantité est fixée, non par les besoins du commerce, mais par le montant de la circulation existant au moment où il écrit, montant qui ne pourra dorénavant s'accroître ou diminuer qu'avec l'accroissement ou la diminution de la monnaie métallique elle-même. Pour Mollien, la quantité de billets de banque fluc-

tuera avec les fluctuations du crédit; pour Ricardo, elle fluctuera avec le montant de la monnaie métallique. L'identification du billet de banque et de la monnaie, la confusion des opérations de crédit et des opérations monétaires ne peuvent être poussées plus loin.

Cette conception d'un billet couvert soit par du métal, soit par des titres d'Etat, mais en aucun cas par un portefeuille commercial, va créer entre les pays anglo-saxons et les pays continentaux une différence fondamentale dans les règles de l'émission. Elle sera adoptée par les Etats-Unis en 1863 pour être finalement écartée, avec quelques exceptions cependant, lors de la création des Banques fédérales de Réserve, en 1913.

On ne saurait donc exagérer l'importance que les idées de Ricardo ont eue pour le développement des institutions de crédit au cours du XIX^e siècle. On ne saurait exagérer non plus l'action néfaste que cette conception a exercée sur tout le développement des idées relatives au crédit. Une notion rigide, la quantité de monnaie en circulation, et celle de la limitation de cette quantité, va se substituer dorénavant à toutes les autres dans l'explication des phénomènes monétaires. On ira jusqu'à effacer toutes les différences juridiques et économiques entre la monnaie métallique, le papier-monnaie, le chèque, le billet de banque, et l'on cherchera à expliquer tous les phénomènes monétaires par la seule considération de la quantité sans que l'on nous dise si cette quantité est celle des métaux précieux, du papier-monnaie, des billets de banque ou des dépôts.

On a souvent fait honneur à Ricardo de l'invention de ce que l'on appelle aujourd'hui le Gold Exchange Standard dont la conception première est due, en réalité, à Walras. C'est une erreur d'interprétation. Ricardo avait été frappé de deux choses : d'abord du mauvais état de la circulation monétaire anglaise et des frais considérables exigés de temps à autre pour remettre cette circulation en état. En second lieu, de l'aisance avec laquelle pendant toute la période du cours forcé, le billet de la Banque d'Angleterre avait servi de monnaie. Il en conclut qu'il suffirait d'émettre le billet de banque en échange de lingots et de renoncer à la circulation effective des pièces de monnaie; mais dans sa pensée, les billets émis

contre des lingots ne devaient, en principe, pas dépasser le montant des lingots eux-mêmes. Il s'agissait donc simplement de certificats de dépôt d'or qui seraient émis par la Trésorerie, les banques d'émission privées émettant du papier dont la quantité serait limitée par certaines garanties à fournir. Un tel système n'apporte vraiment aucune idée nouvelle dans les notions relatives au crédit. Il s'agit d'un procédé technique permettant simplement d'éviter à l'Etat les frais d'entretien d'une circulation monétaire. Ricardo, par cette suggestion, a beaucoup contribué à la propagande en faveur de la concentration de toutes les ressources en métaux précieux entre les mains de l'Etat ou de la Banque centrale qui, de nos jours, a pris tant d'extension. Dans le système de Ricardo, la possession de petites quantités d'or serait impossible. Par contre, les personnes aisées pourraient posséder à volonté le nombre de lingots qu'elles voudraient. Alors que chacun a le droit de se procurer toute la quantité de fer, de cuivre, d'aluminium qu'il désire, la quantité d'or que l'on pourrait se procurer serait limitée par l'importance des lingots détenus par la Banque. Ce système, qui peut se défendre en temps de guerre, où l'Etat réquisitionne volontiers les biens des particuliers et certaines denrées nécessaires à la défense du pays, ne se justifie à aucun degré en temps de paix.

L'idée que l'emploi dans la circulation des pièces de monnaie métallique est un « pur caprice » a été formulée pour la première fois par Ricardo ¹. Elle est devenue aujourd'hui une sorte de lieu commun en Angleterre. C'est, parmi tant d'idées contestables mises en circulation par Ricardo, l'une des moins défendables.

APPENDICE

Il me paraît intéressant de donner ici quelques extraits du « Plan of a National Bank » publié en 1823, et qui n'a plus été reproduit, avant l'édition qu'en a donnée M. Hollander en 1932 dans le volume intitulé : *Minor papers on the Currency Question 1809-1823*, by David Ricardo, publié à Baltimore. Ce plan est bien plus clair que les « Proposals » et bien plus significatif.

¹ *Proposals*, § 11.

Ricardo commence par déclarer que le billet de banque n'a d'autre utilité que de substituer une monnaie bon marché à une monnaie chère. Il refuse donc de reconnaître le rôle d'instrument de crédit joué par le billet.

« La Banque d'Angleterre, comme toutes les Banques de ce pays, n'a d'autre utilité que de substituer une circulation bon marché à une circulation chère, — une circulation de papier à une circulation métallique. » (p. 164.) La monnaie métallique épargnée permettra d'acheter des capitaux productifs.

Il affirme ensuite qu'il n'y a aucun rapport entre les opérations commerciales de la banque et les opérations d'émission. « La Banque d'Angleterre réunit deux opérations de banque qui sont entièrement distinctes et n'ont aucun rapport nécessaire l'une avec l'autre; elle émet du papier-monnaie comme substitut de la monnaie métallique, et elle prête de l'argent sous forme d'avances aux négociants et à d'autres. » (p. 166.) Ces deux opérations pourraient être entièrement séparées, et la première être confiée au gouvernement, sans qu'il en résulte aucun inconvénient pour le commerce, — la quantité de monnaie de papier existant actuellement devant rester exactement la même, et par conséquent, les moyens dont disposent les banques pour faire leurs opérations restant identiques. On voit que Ricardo oublie complètement le rôle de « soupape » qu'une banque d'émission joue par les crédits qu'elle peut faire aux banques elles-mêmes.

Mais ce qui suit est plus intéressant encore. Partant des principes ci-dessus, il propose de confier l'émission des billets non pas au gouvernement, qui pourrait en abuser, mais à un Comité de Commissaires qui n'auraient aucune communication avec les ministres. Et voici comment ce Comité fonctionnerait :

« Les statuts de ce Comité lui interdiraient de prêter en aucune circonstance de l'argent au gouvernement » (celui-ci n'ayant le droit de s'en procurer que par l'émission sur le marché d'emprunts ou de bons du Trésor) « mais si les fonds mis à la disposition du Comité étaient si abondants qu'il pût en faire emploi, il achèterait des titres gouvernementaux sur le marché libre (*in open market*), et si au contraire il avait l'occasion de se débarrasser de ses titres flottants (*floating securities*) il le ferait de la même manière en les vendant sur le marché libre... Il faut se souvenir que ces transactions seraient peu nombreuses, puisque la circulation des billets serait maintenue à son juste niveau, en étant échangée contre des espèces et des lingots, toutes les fois qu'elle excéderait la juste proportion, et par une vente de lingots ou d'espèces aux commissaires, toutes les fois que le montant du papier-monnaie serait inférieur à cette proportion. Ce serait seulement dans le cas où le stock d'espèces et de lingots dans les coffres des commissaires serait trop bas, qu'ils se trouveraient dans la nécessité de vendre une partie de leurs titres sur le marché, en vue d'acheter avec le papier-monnaie qu'ils obtiendraient ainsi l'or qu'ils croiraient nécessaire.

» D'autre part, si l'or arrivait trop vite dans leurs coffres et s'accumulait en trop grande quantité, ils arrêteraient cette tendance en achetant des titres et en émettant ainsi du papier. »

Un peu plus loin, Ricardo explique que les commissaires devront régler la quantité des billets émis sur le prix de l'or toutes les fois que l'once d'or serait inférieure à £ 3 17 sh. et 10 pence 1/2, ce

qui est le prix auquel une once d'or doit être transformée en espèces. « La treizième règle, dit-il, assure une émission suffisante de papier-monnaie en obligeant les commissaires à émettre plus de papier toutes les fois que la valeur inférieure de l'or, comparée à celle du papier, montre qu'il n'est pas en quantité suffisante. C'est le cas lorsque £ 3 17 sh. 10 pence 1/2 en papier vaudront plus qu'une once d'or, car en vertu de la loi, une once d'or est frappée en £ 3 17 sh. 10 pence 1/2, et, par conséquent elle vaut moins que le papier-monnaie si une once d'or ne se vend pas à £ 3 17 sh. 10 pence 1/2 en papier.

» Si les commissaires règlent leur émission par la comparaison entre la valeur de l'or et du papier, ils ne peuvent pas se tromper, et ils pourraient administrer toute la circulation avec une très petite quantité d'or simplement en accroissant ou en diminuant la quantité de papier, suivant que la valeur de celui-ci serait haute ou basse comparée à l'or. Comme cependant il est désirable d'être prudent en administrant une affaire aussi importante que le papier-monnaie pour un grand pays, il serait utile d'avoir une masse d'or suffisante pour, à l'occasion, pouvoir corriger les changes avec les pays étrangers aussi bien par des exportations d'or que par la réduction de la quantité du papier. »

Dans la suite de son exposé, Ricardo admet qu'une circulation de 25 à 29 millions de livres sterling pourraient être suffisamment couverte par 6 millions d'or et d'espèces et dispenserait ainsi le pays d'un stock d'or de 23 millions, dont l'intérêt à 3 % est de 690.000 livres sterling, qui représenterait le bénéfice fait par le public.

On voit que l'idée de régler le montant de la circulation sur le marché de Londres par des « open market operations » remonte à Ricardo quoique la pratique de ces opérations par la banque soit plus ancienne.

Entre la conception de l'émission telle que Ricardo la conçoit et celle qui a prévalu sur le Continent et plus tard dans l'organisation des *Federal Reserve Banks*, il n'y a vraiment presque aucun point commun. Ricardo croyait maintenir la parité métallique de la monnaie de papier presque exclusivement en réglant sa quantité sur le marché intérieur. L'expédition d'or à l'extérieur pour maintenir le change est chez lui un simple accessoire. Il est difficile d'imaginer une conception moins réaliste et plus contraire à l'expérience.

Il n'y a pas lieu ici d'entrer dans des détails trop complets. Mais l'idée qui inspire à l'heure actuelle la direction du Fonds d'Egalisation anglais, — et qui consiste à maintenir à un niveau à peu près constant les *dépôts* en banque, considérés aujourd'hui comme une monnaie, exactement comme les billets autrefois — paraît directement inspirée des idées qui ont dicté à Ricardo le projet dont nous avons extrait les quelques passages les plus caractéristiques, et qui mériterait l'étude détaillée qui ne lui a jamais été consacrée.

Il y a toutefois une différence dans les buts poursuivis. Pour Ricardo il s'agissait de maintenir intangible le cours des changes. Pour le Fonds d'Egalisation c'est, semble-t-il, le maintien d'un niveau stable des prix qui compte avant tout.

CHAPITRE IV

L'HISTORIEN TOOKE ET LE LOGICIEN RICARDO

§ I. Problèmes posés en Angleterre par la reprise des paiements en espèces. — § II. Doctrine de Tooke sur la hausse des prix pendant le cours forcé. — § III. Le retour de la livre au pair en 1819. — § IV. Papier-monnaie et billet de banque.

La tradition du XVIII^e siècle et celle de Thornton — après l'étonnante digression de Ricardo — c'est Tooke qui la renoue avec éclat.

« Il est impossible de surestimer l'importance de ce livre unique » a écrit Jevons en parlant de l'*Histoire des Prix* de Tooke et Newmarch. Publiée de 1836 à 1858 ¹, en six volumes successifs, c'est le recueil le plus précieux de faits et d'idées qu'aient suscité les grandes controverses monétaires de la période postnapoléonienne ². Sur presque tous les points, il prend le contrepied des conceptions ricardiennes. Les « arguments abstraits », comme Tooke aime à qualifier les raisonnements de Ricardo, n'ont pas place dans son livre. Une analyse et une

¹ Le titre exact est : *A History of Prices and of the State of the Circulation during the Years 1793-1856*. La première partie en deux volumes a paru en 1838. Le premier ouvrage de Tooke avait été publié en 1823; il contient déjà une étude des prix de 1793 à 1822 et a fourni les éléments de celui de ses livres qui est le plus connu, en dehors de sa grande histoire, ses *Considerations on the State of the Currency* de 1826. L'intérêt pour les idées de Tooke, que la guerre mondiale a ranimé, a provoqué la reproduction phototypique, en 1928, de son grand ouvrage avec une longue et très suggestive introduction de M. Gregory. Nous y renvoyons le lecteur qui y trouvera tous les détails historiques et bibliographiques utiles en même temps qu'une savante sinon toujours convaincante critique des idées de Tooke.

² « One of the most valuable contributions to economical science which the present century has produced », dit FULLARTON, *On the Regulation of Currencies*, p. 5.

description détaillées des faits précède toujours ses conclusions. Celles-ci dépassent et complètent les simplifications ricardiennes au point de les rendre méconnaissables. La théorie, la doctrine et l'histoire vont ici de pair. Ces six volumes ont un caractère étonnamment vivant. Tooke y discute non seulement les questions de crédit, mais tous les problèmes nés de l'économie de guerre au cours des quinze années où l'Europe est en lutte contre la France.

Tooke est un négociant familier avec le commerce international et avec les opérations de banque, mêlé aux affaires les plus diverses, connaissant le Continent et en particulier la Russie, ce grand champ d'expérience de toutes les espèces de papier-monnaie. Quand il commence à écrire — l'année même où meurt Ricardo — il approche de la cinquantaine ¹. Pourvu déjà d'une longue expérience pratique, armé d'observations directes et précises, avec autorité mais sans pédanterie, il jette le gant aux épigones du grand métaphysicien de l'économie politique. Tous les problèmes qu'il touche — rôle des banques, nature du billet de banque et du chèque, origine des crises, taux de l'intérêt — il les éclaire par tous les côtés à la fois. Aujourd'hui encore, il n'est pas de guide plus instructif et plus suggestif dans le dédale compliqué des événements contemporains. La Grande Guerre et ses suites ont confirmé ses vues sur presque tous les points.

Après l'Act de Peel, les idées de Tooke ont connu une grande popularité. Sans doute, le vote même de l'Act en 1844 constituait le triomphe du *Currency Principle*. Mais l'application en commençait à peine quand la crise de 1847, en obligeant à le suspendre, est venue donner raison à toutes les critiques de Tooke. En Angleterre, comme en Allemagne et en France, les représentants les plus illustres de l'économie politique adoptent ses idées. Adolphe Wagner les popularise en Allemagne dans un livre resté classique ²; J. Stuart Mill s'y rallie entièrement ainsi qu'à celles de Fullarton. En France,

¹ Il est né à Saint-Petersbourg en 1774, et son premier livre paraît en 1823. Il meurt en 1858. Comme l'avait déjà remarqué FULLARTON (p. 18), ses idées ont évolué et se sont précisées de plus en plus pour trouver leur forme définitive vers 1840.

² A. WAGNER, *Beitrag zur Lehre von den Banken*, Leipzig, 1857.

les partisans du monopole s'en réclament comme ceux de la liberté des banques. Cependant, ce triomphe se limite un peu trop exclusivement au principe de l'élasticité de l'émission dont Tooke s'était fait le défenseur. On néglige trop souvent toute la foule des idées justes répandues dans ces gros volumes un peu inaccessibles par leur ampleur même. Regrettons qu'en France, il ne se soit trouvé aucun éditeur assez courageux pour en faire entreprendre la traduction. Cette circonstance a été aussi fâcheuse pour le développement chez nous des idées saines sur le crédit que l'avait été en Angleterre l'absence de traduction de Cantillon. Au xx^e siècle, après la Grande Guerre, on constate même en Angleterre un renouveau des idées ricardiennes et un recul des sympathies pour Tooke. M. Gregory, dans l'importante introduction qu'il a écrite pour la récente réimpression des œuvres de Tooke, y trouve plus à critiquer qu'à louer. Au contraire nous nous attacherons ici à faire le catalogue des idées vraies et neuves dont ses livres sont pleins.

§ I. — Problèmes posés en Angleterre par la reprise des paiements en espèces

Les événements qui ont suscité les polémiques auxquelles Tooke a pris une si grande part sont bien connus. Les vingt-cinq ans qui suivent les guerres napoléoniennes ont été aussi fertiles en difficultés économiques et sociales qu'un siècle plus tard les années qui ont suivi la Grande Guerre. Ces difficultés, dans les deux cas, sont du même ordre. Une baisse continue des prix, coupée par des périodes d'essor et de dépression, marque les années 1815 à 1850. Les événements politiques et sociaux qui accompagnent cette baisse ont été décisifs pour l'histoire de l'Angleterre. Les crises de 1825, 1836, 1847, la réforme électorale de 1832, le mouvement chartiste, puis la grande prospérité des années 1850 jalonnent cette période. La baisse des prix et les crises qui l'accompagnent ont produit, dans le domaine du crédit, deux grands courants d'idées¹.

¹ On trouvera sur ces courants d'idées un très intéressant article de M. SAYERS dans le numéro de février 1935 du supplément historique de l'*Economic Journal*, sous le titre *The Question of the Standard, 1815-1844*.

Un premier courant a pour initiateur l'« école de Birmingham » et les partisans de la dévaluation de la livre. Aux yeux de ces deux groupes, dont les conceptions par ailleurs sont loin d'être identiques, le retour de la livre au pair en 1819 a été une grave erreur. A leur avis il eût fallu simplement consacrer la chute du sterling et l'inflation qui l'avait précédée, en réduisant le poids métallique par lequel se définit la livre. C'est la même querelle qui avait opposé Locke à Lowndes et Newton à Cantillon. La « restriction » monétaire consécutive à la reprise des paiements en espèces est, aux yeux de ce parti, l'origine des troubles économiques.

Nous avons tous le souvenir, écrit Fullarton, de l'hostilité populaire qui se manifesta pendant de longues années contre la loi de 1819, rétablissant les paiements en espèces; hostilité non pas limitée à la masse inintelligente; mais consciencieusement entretenue par beaucoup de gens bien intentionnés et cultivés, et même par des gens de grand talent. Tout ce qui allait de travers, la chute des prix, le marasme des affaires, les déboires de la spéculation, était invariablement attribué au malheureux Act de Peel. On lui attribuait l'ébranlement commercial de 1825; et tout individu qui avait risqué sa fortune dans des aventures absurdes ou hasardeuses, trouvait un refuge contre ses propres reproches en rejetant sur cet Act les conséquences de sa folie et de son imprévoyance ¹.

L'hostilité en Angleterre à la reprise des paiements en espèces n'a pas été moins vive à cette époque que n'a été après 1925, et surtout après 1931, l'hostilité contre le retour à l'étalon d'or.

Les moins oubliés parmi ces pessimistes appartenaient au groupe que l'on désignait alors sous le nom d'école de Birmingham, sur laquelle R. G. Hawtrey en Angleterre ² et Elie Ilalévy ³ en France ont de nouveau attiré l'attention. Son animateur était un certain Attwood, banquier et membre du Parlement, au talent duquel Tooke — quoique adversaire de ses idées — rend hommage ⁴.

¹ FULLARTON, *On the Regulation of the Currency*, pp. 6 et 7. L'Act de Peel dont il s'agit ici est celui qui a rétabli le remboursement des billets et son auteur était le père du Robert Peel de 1844.

² Un chapitre de son livre *Trade and Credit* lui est consacré.

³ Dans sa belle *Histoire du Peuple anglais au XIX^e Siècle*, t. II, pp. 42-43 et p. 104.

⁴ « M. Matthew Attwood doit être regardé non seulement comme le plus éloquent, mais aussi comme un des plus capables et des mieux informés des interprètes de la doctrine qui rapporte toutes les grandes fluctuations des prix

Dès qu'apparurent les premières conséquences de la lente baisse des prix qui suivit la reprise des paiements en espèce, Attwood ne cessa, dans de nombreux écrits, de dénoncer le retour à l'ancienne parité, et la « déflation » des prix qui en était résultée. Il voyait dans cette « déflation » l'origine des difficultés économiques de l'Angleterre et des crises successives qui ébranlèrent son système social et politique. Attwood n'était pas seulement anti-déflationniste, il était partisan d'une inflation systématique. Il demandait que l'on accrût la circulation du papier au moyen d'emprunts d'Etat qui seraient souscrits par la Banque et émis en quantité suffisante pour maintenir stable le niveau des salaires. Ses revendications se heurtèrent au dédain aussi bien des partisans des idées de Ricardo que de ceux des idées de Tooke, Stuart Mill, dans son chapitre sur le papier-monnaie, en dit quelques mots, et rapproche les idées d'Attwood de celles de Hume dont nous avons parlé au chapitre II. Attwood se rallia plus tard au mouvement chartiste, et les protestations contre la déflation se turent avec la prospérité naissante de l'économie anglaise en 1851.

Dans la mesure où Attwood se bornait à critiquer le retour au pair après une période de papier-monnaie, il était en communauté de vues avec J.-B. Say, qui n'a cessé de blâmer l'Angleterre d'être revenue au pair d'avant guerre ¹, et peut-être même avec Ricardo, qui paraît avoir eu quelques doutes sur l'opportunité de ce retour ². Parlant de l'événement, Say

à des altérations dans notre système monétaire. » TOOKE et NEWMARCH, *History of Prices*, II, p. 87.

¹ « On proposa entre autres expédients, de réduire la livre sterling à la quantité de métal que les billets de banque pouvaient réellement acheter; et si ce parti eût été adopté, en prenant des précautions pour que la banque n'augmentât pas la somme de ses billets en circulation, elle aurait pu les payer à bureau ouvert; il est probable que les marchandises n'auraient pas baissé de prix; les mêmes facilités se seraient offertes à l'industrie; les engagements contractés auraient été acquittés sur le même pied auquel ils avaient été contractés, et l'Etat n'aurait pas été tenu d'acquitter, comme il a fait depuis, une dette, des pensions et des traitements d'un tiers plus considérables qu'ils n'étaient alors. Les intérêts privilégiés s'y opposèrent, et la masse de la nation, outre les maux que souffrirent alors les classes laborieuses, se trouva longtemps encore accablée d'une dette dont les trois quarts peuvent être attribués à une lutte qu'il est permis à l'orgueil national d'appeler glorieuse, mais qui coûte cher à la nation, sans lui avoir fait aucun profit. » (J.-B. SAY, *Traité d'Economie politique*, 2^e éd., I. II, pp. 76-77.) Qu'eût dit J.-B. Say en 1919?

² Dans sa remarquable préface à la version anglaise de l'*Histoire de la Banque d'Angleterre*, par ANDRÉADÈS (2^e éd., Londres, 1924), le professeur FOXWELL

déclare : « Ce fut une banqueroute ajoutée à une banqueroute; car on ne viole pas moins ses engagements lorsqu'on fait payer aux contribuables plus qu'ils ne doivent que lorsqu'on ne paie pas à des créanciers tout ce qui leur est dû ¹. »

Dans la mesure, au contraire, où Attwood demandait un système de monnaie dirigée sous forme d'un papier-monnaie dont les émissions seraient réglées par l'Etat suivant le critérium indiqué plus haut, il choquait profondément ses contemporains, pour qui les fluctuations du cours des changes constituaient le plus grave des inconvénients pour une économie.

Tooke a toujours été l'adversaire de ces conceptions. Il n'a cessé de s'élever contre toutes les suggestions de dévaluation. Il combat aussi bien les inflationnistes comme Attwood, que les simples dévaluateurs comme Baring, Lord Folkestone et Lord Ashburton. Tooke constate qu'aucune restriction de la circulation n'a accompagné la reprise des paiements en espèces (ce qui est vrai, mais la déflation après les périodes de papier-monnaie consiste dans *l'arrêt de l'accroissement* du papier); il se refuse à voir dans le retour de la livre au pair l'origine de la baisse des prix et des difficultés économiques qui l'ont accompagnée. Il invoque contre la dévaluation l'intérêt même des classes ouvrières ².

Rien n'est plus difficile que de prendre parti à distance sur des controverses de ce genre. Suivant toute probabilité, l'extraction des métaux précieux étant ce qu'elle était, le seul accroissement de la production des marchandises, grâce à la paix rétablie, aurait dans tous les cas déterminé une baisse des prix. On s'est souvent demandé alors si le retour de l'Angleterre à l'or, en enlevant au Continent une partie du métal jaune qui y circulait, n'avait pas contribué à la baisse subséquente des

cite ce passage d'une lettre de Ricardo à un ami en 1821 : « Je n'aurais jamais conseillé à un gouvernement de rétablir une monnaie dont la dépréciation aurait atteint 30 %... C'est sans aucune mesure législative que la livre, de 1815 à 1819, est remontée au voisinage de 95 % de sa valeur-or; c'est dans ces circonstances, et non pour une monnaie dépréciée de 30 %, que j'ai recommandé le retour à l'ancienne parité. » Quelle condamnation de la politique anglaise de 1925!

¹ J.-B. SAY, *Traité d'Economie politique*, 2^e éd., t. II, p. 75.

² Il vaut la peine de relire à la lumière des récentes controverses sur la dévaluation les pages 67 à 77 du tome II de *l'Histoire des Prix*. Les arguments des dévaluateurs y sont rapportés tout au long et discutés avec le luxe de détails dont Tooke aime à orner ses démonstrations.

prix. Fullarton pose la question ¹ et répond « que la valeur du stock d'or en général a dû être affectée par une si grande opération ». Elle est posée également en France dans une excellente étude sur la Banque de France, bien à tort oubliée aujourd'hui, qu'un pair de France et sous-gouverneur de la Banque, Gautier, publiait en 1839 dans l'*Encyclopédie du Droit* ².

Sans même supposer une raréfaction relative de l'or, il est clair que le niveau très élevé auquel la guerre et le papier-monnaie avait poussé les prix en Angleterre et sur le Continent n'a pu se maintenir, dès que l'accroissement jusqu'à continu du papier-monnaie a été interrompu par le retour à l'or. La baisse normale des prix qui devait résulter du simple fait d'une production accrue en face d'une circulation stationnaire, a été intensifiée en Angleterre par le rehaussement de la valeur-or de la livre sterling. En renchérissant les prix anglais pour les acheteurs étrangers, cette hausse tendait à rendre plus difficile l'écoulement à l'étranger des marchandises anglaises et la situation de l'industrie. C'est ce que nous avons vu se produire après la guerre mondiale. Alors, comme aujourd'hui, on a voulu rendre responsable la « raréfaction » de l'or de ce qui était l'effet évident de la guerre et de l'inflation. De toutes manières le poids réel de la dette publique s'en trouvait augmenté, et c'est la principale raison pour laquelle J.-B. Say a critiqué si vivement le retour au pair.

Un deuxième courant d'idées, contemporain du premier, a exercé une influence beaucoup plus grande. Il prend pour point de départ les crises successives qui ont ébranlé profondément l'économie anglaise de cette époque et qui sont toutes accompagnées d'une émission importante de billets des banques privées, et d'un drainage de l'encaisse de la Banque d'Angleterre, ramenant celle-ci de 13,5 millions en janvier 1824 à 1,2 million en décembre 1825, et de 8 millions au début de 1836 à 3,6 millions à la fin de novembre de la même année. Comment expliquer ces crises?

Par une inclination assez naturelle, chaque génération tend à appliquer à ses propres difficultés les mêmes remèdes qui ont servi (ou que l'on croit avoir servi) à la génération pré-

¹ FULLARTON, p. 10.

² *Encyclopédie du Droit*, t. II, au mot *Banque de France*.

cédente pour résoudre les siennes. Or Ricardo avait démontré que l'excès de monnaie de papier était responsable de la baisse du change et des exportations d'or au cours de la grande lutte contre Napoléon. L'opinion après 1819 s'était rangée unanimement à son avis. N'était-ce donc pas aux mêmes causes que l'on devait attribuer les phénomènes analogues de la période de paix? N'était-ce pas encore ici à l'excès de la monnaie de papier qu'étaient dues les crises qui se succédaient, les drainages d'or et la baisse des changes qui les précédaient? Et n'était-ce pas dans une limitation de la monnaie de papier qu'une fois encore on trouverait le remède approprié? Ainsi est née la doctrine de la Currency School.

C'est essentiellement contre cette doctrine et contre les conséquences pratiques qu'on prétendait en tirer que Tooke a engagé la bataille. Au cours même de la lutte — où il a été appuyé par beaucoup d'écrivains, dont le plus important est Fullarton¹ — il formule et découvre l'une après l'autre les thèses capitales pour la théorie du crédit qui ont en définitive déconsidéré la Currency School, et triomphé dans la doctrine économique.

Elles peuvent se résumer ainsi :

« Entre le papier-monnaie et le billet de banque convertible, il n'y a qu'une fausse analogie. L'une est une monnaie, l'autre un instrument de crédit bancaire. Il est donc absurde de les régler de la même manière. Il est également absurde d'incriminer le billet de banque, plutôt que le chèque ou la lettre de change qui sont eux aussi des instruments de crédit. Tous ces instruments s'équivalent; aucun n'est une monnaie au sens plein de ce mot. Ce sont les abus *du crédit* dans leur ensemble qu'il faut combattre et non telle forme de crédit-circulant; car ce sont ces abus *sous toutes leurs formes* qui sont à l'origine des crises. Et pour y remédier, aucun procédé mécanique ou automatique ne saurait suffire. Il faut user du taux de l'escompte et renforcer l'encaisse de la Banque d'Angleterre. »

¹ Fullarton est un excellent écrivain auquel les Dictionnaires économiques récents ne réservent même plus un paragraphe. Il n'était pas économiste de profession, et c'est au retour des Indes, où il avait été médecin, qu'il prit part à la controverse. Son ouvrage *On the Regulation of Currencies* a paru à la veille de l'Act de Peel.

Voilà le noyau de son argumentation. Mais pour la faire adopter, c'est la révision complète des idées ricardiennes qu'il entreprend. Cette révision l'amène à exprimer une série de vérités bien plus importantes pour nous que sa controverse aujourd'hui périmée avec la Currency School. Leur ensemble constitue le traité du crédit le plus moderne et le plus perspicace qu'on ait jamais écrit. Elles concernent les effets du papier-monnaie, la nature du billet de banque et son identité avec le chèque, la théorie du taux de l'intérêt et celle des crises. Nous les examinerons l'une après l'autre.

§ II. — Doctrine de Tooke sur la hausse des prix pendant le cours forcé

C'est d'abord en historien que Tooke combat Ricardo. Dans cette chronique de la vie économique anglaise pendant quarante années que constituent les copieux volumes de son *Histoire des Prix*, il s'attache avec une information étonnamment variée à rectifier une double légende, l'une relative au cours forcé, l'autre à la reprise des paiements en espèces. Deux points de première importance pour la doctrine économique des changes, des prix et du cours forcé.

On se souvient que Ricardo, voulant expliquer la hausse des prix intérieurs et celle des changes étrangers en Angleterre pendant le cours forcé, s'attachait exclusivement à l'offre de papier-monnaie.

Tooke démontre que la *demande* de monnaie anglaise sur le marché des changes est au moins aussi importante¹. Déjà

¹ L'expression « demande de monnaie » sera discutée plus tard au chapitre VIII. Dès maintenant cependant remarquons qu'il existe une demande *extérieure* et une demande *intérieure* de monnaie nationale. La demande *extérieure* est celle qui est faite sur les marchés étrangers en vue de payer les marchandises et les services *importés* du pays considéré (ou de thésauriser la monnaie étrangère). Elle ne porte pas directement sur la monnaie de ce pays, mais sur les *créances libellées en cette monnaie* (lettres de change ou chèques sur les banquiers) et dont le montant offert à chaque instant est déterminé par le montant des marchandises et des services exportés (y compris l'or) par le pays demandeur de devises, ainsi que par les crédits obtenus à l'étranger par ce dernier pays. Les variations de cette demande se traduisent par le *cours des changes*. Quant à la demande *intérieure* de la monnaie, elle est faite par tous ceux qui ont besoin de monnaie, soit comme instrument de paiement (achat de marchandises ou acquittement de dettes), soit comme instrument de thésaurisation.

Thornton et Malthus avaient objecté à Ricardo le cas d'une mauvaise récolte qui, en déséquilibrant la balance commerciale, faisait baisser le cours de la livre sans que la quantité des livres eût subi aucune augmentation. La réponse de Ricardo n'avait guère été qu'un jeu de mots. Tooke élargit l'objection : le marché des changes étrangers est sensible à toutes les fluctuations de la demande, quelle qu'en soit la cause. Cette demande ne provient pas seulement d'importations exceptionnelles de marchandises. Pendant la guerre, les paiements par le gouvernement anglais de subsides aux gouvernements alliés ont chaque fois pesé sur le cours de la livre — sans changement correspondant dans les émissions de papier-monnaie. Thornton et le *Bullion Report* l'avaient indiqué déjà ¹. Mais Tooke apporte à cette discussion une connaissance très supérieure à la leur des fluctuations du change en régime de papier-monnaie.

Son expérience russe le sert ici tout spécialement. On avait vu, au cours de la guerre, le rouble-papier soumis aux fluctuations les plus imprévues. Quand Napoléon avait décidé l'expédition de Russie, le rouble, contrairement à toute attente, avait monté au lieu de baisser sur les marchés étrangers. C'est que les pays européens se hâtaient de faire des achats en Russie, tandis que les Russes suspendaient leur achats en Europe, ayant peur qu'en cas de succès des armées françaises, les marchandises importées par eux ne fussent confisquées, parce qu'introduites en violation du blocus continental. Ensuite, quand furent connus les désastres de la Grande Armée et qu'eut disparu la menace sur Saint-Petersbourg, le rouble, par un nouveau paradoxe, se remit à baisser ². Inversement, Tooke observe qu'un emprunt extérieur peut suffire à maintenir le change stable sans que l'on réduise le papier-monnaie émis. Il ajoute que d'ailleurs un papier-monnaie n'est pas toujours et nécessairement déprécié ³

¹ TOOKE, t. I^{er}, p. 157, s'appuie lui-même sur les opinions de Thornton et de Horner, les deux principaux rédacteurs du *Bullion Report*.

² Sur l'exemple de la Russie, cf. t. IV, pp. 214, 215. Ces passages sont des plus instructifs.

³ T. I, p. 117 : « Le discrédit n'est pas un élément essentiel dans les variations de la valeur d'un papier inconvertible, pas plus que la dépréciation n'est fatalement la conséquence nécessaire de l'inconvertibilité. Les billets de la

« à condition, dit-il, que l'on limite strictement sa quantité » ¹.

En un mot, le marché des changes subit des fluctuations qui tiennent *aux conditions propres à ce marché*, et à toutes les circonstances favorables ou défavorables qui font augmenter ou diminuer la demande d'une monnaie sur ce marché. Cette vérité élémentaire a reçu depuis lors des illustrations si nombreuses qu'aucune démonstration n'en est plus nécessaire. La guerre américaine de Sécession ² et plus encore la guerre mondiale en ont fourni des preuves célèbres : stabilité du change français et anglais grâce aux prêts américains, hausse des changes scandinaves à l'annonce d'une politique de retour au pair, hausse de la monnaie anglaise jusqu'en 1925, etc.

Or, — et c'est cette démonstration qui importe à Tooke — ces fluctuations du change exercent aussitôt une action sur les *prix intérieurs* du pays à papier-monnaie ³. La hausse des prix se réalise donc, non par une seule voie, comme le pensait Ricardo, mais par *deux voies* différentes : par l'accroissement de la demande intérieure de marchandises suscité par les émissions successives de papier et aussi *par la hausse des prix des marchandises importées qu'entraîne la dépréciation du papier-monnaie sur le marché des changes*. Tooke soutient en particulier que la hausse des prix anglais, pendant les guerres napoléoniennes, a été dans une large mesure *l'effet* de la *hausse des*

Banque d'Angleterre et des banques privées de ce pays gardèrent, deux années encore après la restriction, la même valeur que s'ils avaient été convertibles et n'éprouvèrent jamais aucun discrédit. Aux Etats-Unis, pendant la guerre d'Indépendance, comme en France pendant la période des assignats, le crédit du papier-monnaie subit de grandes fluctuations dues aux changements de l'opinion sur les chances de remboursement; et ces deux types de papier-monnaie finirent, grâce à leur excès, par n'avoir plus aucune valeur après que tout espoir de remboursement fut évanoui. Mais le papier du Gouvernement russe, quoique au cours de sa dépréciation progressive en raison d'émissions successives, on n'ait fait entrevoir aucun espoir ou aucune perspective de remboursement, semble n'avoir jamais souffert d'aucun discrédit; et les variations des changes, en dehors de celles provoquées par le simple excès de papier, ne furent jamais que celles qui résultent des variations dans l'état des affaires. »

¹ T. IV, p. 215.

² Cf. le livre célèbre de MITCHELL, *Gold Prices and Wages under the Green-back Standard*.

³ Le résumé de la pensée de Tooke est donné au t. I^{er}, p. 168, dans le passage suivant : « Comme la dépression des changes constitue un élément d'élévation du prix de revient de toutes les denrées importées, et a ainsi affecté directement ou indirectement le prix des produits nationaux, la suspension des remboursements peut être considérée comme ayant été la condition sans laquelle toute la partie de la hausse des prix due à l'accroissement du prix de revient par suite de la hausse des changes ne se serait pas produite. »

changes, tandis que Ricardo ne voulait voir dans la hausse des *changes* que le contre-coup de la hausse intérieure préalable des marchandises anglaises.

Tooke a eu là-dessus partie gagnée. Faut-il ajouter que certains économistes ont exagéré sa victoire? Partant des constatations ci-dessus, ils en ont conclu que les fluctuations des *changes et elles seules* sont à l'origine de la hausse des prix en régime de papier-monnaie ¹. Par réaction contre la doctrine ricardienne, ils considèrent que des deux voies possibles — et généralement simultanées — par où le papier-monnaie exerce son action sur les prix, c'est la seconde seule qui importe. Tooke n'a jamais été jusque-là. Il n'a jamais contesté l'action du papier-monnaie sur les prix intérieurs et par là indirectement sur le change. Il l'a proclamée au contraire avec la plus grande énergie ². Il a simplement contesté qu'en fait en Angle-

¹ Nous ne pouvons être d'accord avec M. Nogaro pour lequel « la dépréciation intérieure de la monnaie qui se manifeste par la hausse générale des prix *reste un phénomène absolument distinct* de la dépréciation extérieure, attestée par la perte au change. Sans doute, continue-t-il, cette dernière agit-elle sur le niveau général des prix — et partant sur la dépréciation intérieure — en provoquant la hausse des marchandises importées et même exportées. Mais la réciprocité n'est pas vraie : la dépréciation de la monnaie intérieure par rapport aux marchandises n'exerce pas d'action directe sur le change, parce que la monnaie intérieure (papier-monnaie), ne sert en aucune façon de moyen de règlement à l'étranger ». (Nogaro, *Traité d'Economie politique*, 2^e éd., 1921, p. 255.) La hausse des prix intérieurs agit cependant sur la balance commerciale et partant sur le change.

M. Robert Wolff, dans un remarquable article de la *Revue d'Economie politique* de 1934 a mis en relief admirablement la double action du change sur les prix et des prix sur le change.

² Cf. la note catégorique à la page 157 du tome III : « A la question de savoir si l'introduction de 5 millions nouveaux dans la circulation n'aurait pas, *en fin de compte*, un effet sur les prix, M. Gurney répond en disant : « Je ne » peux pas donner une opinion sur la répercussion lointaine que cette addition » peut avoir. » Evidemment, il ne le peut pas, car si cette addition était la conséquence d'un afflux d'or destiné à rester définitivement dans le pays, et provenant de la production des mines, les prix de tous les articles (toutes les autres circonstances restant les mêmes) monteraient dans une proportion égale à celle de ces 5 millions par rapport au montant de la circulation antérieure. *Il ne peut y avoir aucune différence d'opinion sur ce point.* Une augmentation permanente de ce genre quelle que soit la façon dont elle serait introduite, pénétrerait et envahirait toutes les voies de la circulation, finissant par atteindre les salaires et parviendrait ainsi à toucher toutes les denrées. Et un papier gouvernemental inconvertible, émis en paiement direct, non à titre d'avance, et qui ne peut faire retour à la banque d'émission, s'il n'est pas discrédité, pénétrerait et envahirait également toutes les voies de la circulation, tandis que la monnaie accrue et la hausse subséquente des prix dépassant le niveau de l'encaisse métallique, provoqueraient une perturbation des *changes*, et une spéculation sur l'or et l'argent. » (Tooke, *History of Prices*, t. III, p. 157, note.)

terre la partie de la hausse des prix qui dépassait celle due à la dépréciation du change fût due à l'exagération du papier-monnaie. Il n'a jamais songé non plus à nier que la dépréciation du change fût étroitement liée à l'accroissement du papier-monnaie, car dans un pays où le papier-monnaie se multiplie, le prix que l'on peut offrir pour acheter du change étranger croît en même temps, ce qui est une autre manière de déprécier le change ¹.

Tooke n'était pas un théoricien et ne cherchait pas de formule générale adaptable à la variété des cas concrets. Il n'a pas envisagé une théorie de l'équilibre des divers marchés, qui seule peut rendre compte de ces phénomènes et que nous avons esquissée à propos de Ricardo. Observateur pratique, il s'est borné à mettre en relief, en contraste avec Ricardo, les facteurs qui, en régime de papier-monnaie, font varier (indépendamment de toute variation dans la quantité du papier) le cours du change, et à travers le cours du change, le niveau des prix. Or il a fallu beaucoup de temps pour que cette constatation fût adoptée par les économistes. Le mécanisme inverse, décrit par Ricardo (après Thornton) et qui se déclanche à travers l'élévation préalable des prix intérieurs, a longtemps encore été considéré comme le seul et en tout cas comme le principal.

¹ Il y a cependant un passage où il semble aller plus loin, et qui rappelle beaucoup certaines formules encore entendues récemment : « Tandis que le montant des émissions de la Banque, de 1797 à 1817, d'une façon générale augmentait progressivement, les changes, à chaque arrêt de la pression exercée par les paiements extraordinaires à l'étranger, tendaient à se rétablir, et lorsque cette pression eût entièrement cessé, les changes et le prix de l'or revinrent au pair, bien que la circulation de la Banque eût atteint un chiffre plus considérable que dans aucune période antérieure, apportant ainsi la plus forte présomption que l'augmentation de la circulation n'était pas la cause de la chute des changes, et qu'elle n'avait pas été plus importante que ce qu'aurait exigé l'extension de la population et des revenus, s'il n'y avait pas eu restriction, et s'il n'y avait pas eu de paiements extraordinaires à l'étranger, en d'autres termes, que dans la divergence entre le papier et l'or, c'était l'or qui, par suite d'une plus grande demande, se séparait du papier, et non le papier par sa quantité accrue, qui se différenciait de l'or. » (T. I^{er}, pp. 157-158.) (C'est nous qui soulignons.)

C'est probablement à des arguments de cet ordre que pensait Ricardo, lorsqu'il écrivait avec indignation dans ses *Principes d'Economie politique* : « Dans cinquante ans on aura peine à croire que des administrateurs de la Banque et des ministres ont pu affirmer gravement de nos jours, au Parlement et devant les Comités parlementaires, que l'émission de billets par la Banque d'Angleterre, sans aucune limitation par le droit des porteurs d'en demander le remboursement en espèces ou en lingots, n'avait ni ne pouvait avoir aucun effet sur le prix des marchandises, de l'or, ou des changes étrangers. » (*Principes*, ch. XXVII, § 125.)

Une preuve curieuse de cet oubli des idées de Tooke et du triomphe, en Angleterre, de la doctrine ricardienne, quarante ans après la mort de Ricardo, est fournie par la manière dont Goshen, en 1863, dans son classique *Traité des Changes étrangers* ¹ parle de la prime de l'or. Goshen est un banquier auquel sa pratique quotidienne aurait cependant dû, semble-t-il, faire toucher du doigt l'incompatibilité de la doctrine ricardienne avec certains phénomènes du marché des changes. Il aurait dû s'apercevoir, en particulier, que la prime de l'or dans un pays à papier-monnaie n'est guère que la traduction du cours des changes, chaque variation de ce cours ayant nécessairement pour conséquence une hausse ou une baisse de la prime intérieure de l'or sur le papier. La demande d'or provient en effet à peu près exclusivement des arbitragistes ou des banquiers qui ont avantage à l'exporter chaque fois que les changes étrangers haussent. Mais Goshen est imprégné de la doctrine ricardienne. Aussi persiste-t-il à envisager à rebours l'ordre réel des phénomènes. L'or, dans un régime de papier-monnaie, est, répète-t-il ², « une marchandise comme une autre ». On verra donc, pense-t-il, le prix de l'or monter comme le prix de n'importe quelle autre marchandise sous l'action d'une émission croissante de papier-monnaie. « Et dans le fait, constate Goshen, pendant la guerre de Sécession, si l'on examine le prix des effets étrangers à New York et le prix de l'or, on voit que ces deux prix ont constamment monté et baissé ensemble ³. » Seulement, voici qu'après la bataille de Gettysbourg qui arrête net les succès initiaux des armées du Sud, se produit une baisse des changes étrangers et de la prime de l'or sans aucune variation dans la quantité de papier. Et Goshen est bien embarrassé. Non pas pour expliquer la baisse des changes étrangers, « celle-ci étant simplement, déclare-t-il avec conviction, la conséquence de celle-là » (la prime de l'or), mais pour expliquer

¹ Le traité est de 1861; il en parut une deuxième édition en 1863, pendant la guerre de Sécession. Nous citons d'après la traduction française de Léon Say.

² Cf. GOSHEN, p. 128.

³ *Ibid.*, p. 184. Il peut arriver que la prime intérieure de l'or soit momentanément supérieure à la prime résultant du change. C'est ce qui paraît s'être passé en France pendant le régime des assignats, comme l'a montré Hawtrey. Cela tient au désir intense de thésaurisation. Mais on ne voit pas comment la prime pourrait être inférieure au cours du change, puisque alors l'avantage d'exporter l'or

la baisse de la primè de l'or, aucune-réduction de la circulation n'ayant eu lieu à ce moment — alors que, déclare-t-il, « on ne peut agir contre un excès d'émission de papier-monnaie que par une contraction ultérieure » ¹. Il découvre aussitôt une série d'explications qui naturellement sont des moins satisfaisantes puisque la seule explication est justement que les *changes étrangers* ont *d'abord* baissé (sous l'effet d'une spéculation toute naturelle en raison de la victoire escomptée du Nord) et que par un contre-coup immédiat la prime de l'or a *suivi* le change.

Nous avons là toute la doctrine de Ricardo littéralement reproduite : Le papier-monnaie se déprécie, d'où hausse des prix et prime intérieure de l'or (qui est « une marchandise comme toute autre »), entraînant la hausse des changes étrangers; autant de phénomènes qui ne pourront disparaître que si l'on supprime la cause initiale, la « surabondance du papier-monnaie ». Malheureusement pour Goshen, les événements réels ont suivi l'ordre inverse. De plus, ce n'est pas comme on sait par une contraction du papier-monnaie mais simplement par un afflux d'or que le papier-monnaie américain, les fameux « greenbacks » allaient, quelques années plus tard, reconquérir leur parité avec l'or. En d'autres termes, comme Tooke l'avait montré et comme Goshen l'a oublié, c'est à travers le marché des changes, — et non par une politique de déflation intense — que la Grande-Bretagne était revenue à l'étalon d'or et que les Etats-Unis devaient y revenir à leur tour.

§ III. — Le retour de la livre au pair en 1819

Nous voici amené à un deuxième point où l'historien et l'homme d'affaires Tooke va triompher des « arguments abstraits » du logicien Ricardo.

Il s'agit de la méthode par laquelle une monnaie dépréciée peut revenir au pair. C'est tout le problème des stabilisations monétaires qui est ici posé par Tooke. Que d'erreurs ont aurait évitées si on l'avait mieux écouté!

et de vendre le change correspondant serait immédiat, ce qui ferait instantanément remonter le prix de l'or.

¹ GOSHEN, p. 186.

Le seul moyen de faire revenir la livre au pair, c'était pour Ricardo la réduction de la circulation des billets. L'excès des émissions ayant déprécié le papier-monnaie, n'est-il pas évident que sa réduction l'appréciera? Inflation, déflation, ne sont-ce pas deux processus logiquement correspondants?

Malheureusement pour Ricardo la logique des faits s'est trouvée différente de ce que pouvait imaginer la logique *a priori*. Comment, en effet, la livre est-elle revenue au pair en 1819? Par une réduction de la circulation? Nullement. Simple-ment par une amélioration des changes qui ont, dès la guerre terminée, ramené l'or de l'étranger à la Banque d'Angleterre. Et qu'a fait celle-ci pour attirer l'or et réapprécier le billet? Rien. Elle est restée « purement passive », de l'aveu même de ses directeurs, comme en fait foi la citation suivante tirée des déclarations faites par l'un d'eux — M. Pearse — à la Chambre des Communes en 1822, citation dont naturellement Tooke fait état, et qui est décisive.

M. Ricardo a accusé la banque d'erreur et d'indiscrétion pour la trop grande extension de ses achats d'or, à la suite du vote de l'Act de 1819. En fait la banque *est restée tout à fait passive* en recevant des négociants l'or qu'ils offraient de vendre. La conséquence, cependant, a été que les lingots ont été payés chaque fois qu'on l'a demandé, et qu'une émission de 8 ou 10 millions de souverains a eu lieu ¹.

Cette interprétation de Tooke, irréfutable parce que tous les faits la confirment ², acceptée de nos jours par les historiens

¹ TOOKE, II, p. 100.

² « La reprise des paiements, dit Fullarton, a été réalisée deux ans avant le terme fixé par la loi, par le cours spontané des événements sans le plus petit effort de la part de la Banque, comme M. Tooke l'a irréfutablement démontré et parallèlement à une expansion et non à une contraction des émissions de la Banque. » (p. 9).

« En ce qui concerne l'effet de l'Act de M. Peel sur la Banque d'Angleterre, dit un autre directeur de la Banque, M. Turner, je peux déclarer, ayant été membre de la direction pendant ces deux dernières années, qu'il est resté entièrement lettre morte. Il n'a ni accéléré ni retardé le retour aux paiements comptant, si ce n'est qu'en ordonnant le remboursement de 10 millions de bons de l'Echiquier à la Banque, il permit à celle-ci d'affecter ces 10 millions à l'achat de lingots, sans diminuer en aucune façon ses autres avances. Les directeurs de la Banque d'Angleterre, hommes simples et pratiques, s'en sont tenus aux moyens simples et pratiques, sans regarder ni à droite ni à gauche, en hommes convertis aux nouvelles doctrines instaurées par le Bullion Committee, et en agissant ainsi, ils ont déjà remis dans la circulation générale, pendant les douze derniers mois, plus de 8 millions de souverains sans avoir diminué, sinon dans une proportion insignifiante, la quantité moyenne normale des billets de 5 livres et au-dessus. » (TOOKE, II, p. 99.)

les plus autorisés ¹ et facile à vérifier en se reportant aux chiffres de la circulation — qui, en 1821, lors de la reprise des paiements en espèces, après avoir plus que doublé depuis la suspension, rejoint les chiffres de la fin de la guerre — n'a pas prévalu contre la légende d'un retour au pair de la livre provoqué par une réduction systématique des billets ². Le passage de Goshen cité tout à l'heure en est la preuve et jusqu'à nos jours, depuis le secrétaire du Trésor des Etats-Unis, Mac Culloch, jusqu'à Adolphe Thiers et à M. Poincaré, les hommes d'Etat aux Etats-Unis, en France et en Angleterre, et avec eux les économistes les plus en vue, ont adopté comme une vérité « orthodoxe » ce qui est, répétons-le, une simple légende.

Il y a peu d'exemples plus saisissants de la persistance dans les esprits d'une doctrine démentie par les faits, simplement parce qu'elle semble étayée par un raisonnement logique. Ce qu'a fait l'inflation, la déflation ne peut-elle le défaire? Ceux qui raisonnent ainsi oublient un fait important : c'est que les phénomènes économiques sont « irréversibles ». Après une inflation qui s'est incorporée dans un niveau de prix par trop supérieur au niveau initial, on ne peut plus revenir au point de départ qu'en détruisant les revenus représentés par la monnaie que l'on retire. J.-B. Say l'avait bien vu. Les expériences successives des Etats-Unis après la guerre de Sécession, celles des pays de l'Amérique du Sud, si bien décrites par M. Subercaseaux ³, de la France après 1870-1871, de l'Italie après les difficultés du cours forcé, entre 1883 et 1914, et enfin de tous les participants de la Grande Guerre mondiale allaient le démontrer une fois de plus. Dans tous ces cas, on a cherché d'abord

¹ Cf. HAWTREY, *Currency and Credit*, ch. XVIII. M. Cannan (cependant resté partisan de la déflation) reconnaît que la diminution des billets a été infime : 19 % par rapport au plus haut point atteint en 1817, et que c'est l'augmentation de l'encaisse qui a été importante. Il suffit de se reporter aux tableaux statistiques qu'il a publiés lui-même pour s'en rendre compte au premier regard. *The Paper Pound*, p. xxxiii.

² Ce qui s'est produit c'est un remboursement par l'Etat à la Banque des 10 millions de livres qu'il lui devait, — attestant ainsi sa volonté de revenir à l'équilibre budgétaire. Ce remboursement ne paraît pas avoir affecté la circulation. Celle-ci s'est bien réduite de 19 % par rapport à son maximum atteint d'ailleurs en 1817, c'est-à-dire après la fin de la guerre; mais cette réduction a été compensée semble-t-il par la remise en circulation d'espèces métalliques comme l'explique l'administrateur de la Banque cité par TOOKE, t. II, p. 99.

³ *Le Papier-monnaie*, Paris, 1920 (Giard, éd.).

à appliquer la politique de Ricardo, pour y renoncer ensuite devant la résistance intransigeante des faits. Dans tous ces cas, on n'a pas voulu reconnaître qu'il suffit d'*arrêter l'inflation* sans pour cela la *résorber*, pour donner le branle à tous les phénomènes qui ramènent l'or dans un pays et permettent le retour à la convertibilité ¹.

Il aurait suffi cependant de se reporter au grand livre de Tooke pour y trouver formulées avec une parfaite netteté quelques-unes de ces idées dont voici le résumé, dans les termes mêmes de l'auteur :

Ainsi le retour de la valeur du papier à son équivalent métallique ayant eu lieu dans les six mois qui suivirent la désignation du deuxième Bullion Committee, et trois mois après le vote de l'act de Peel ², sans qu'aucune réduction des billets ait eu lieu dans l'intervalle, — d'autre part la reprise définitive des paiements en espèces datant de 1821 et 1822, après une substitution de souverains aux petits billets de la Banque d'Angleterre en même temps que se produisait une augmentation par la banque de ses émissions (si on ajoute le papier et les espèces), on doit déclarer que l'Act de Peel a été complètement impuissant à opérer une contraction puisque aucune n'a été constatée dans la circulation.

§ IV. — Papier-monnaie et billet de banque

Le passé cependant n'intéresse Tooke qu'en vue du présent. Les doctrines ricardiennes ont falsifié l'interprétation du passé. Ce qui est plus grave à ses yeux c'est qu'elles empêchent également de comprendre le présent auquel on prétend imposer de faux remèdes tirés de faux principes.

Et d'abord, elles établissent entre le billet de banque et le papier-monnaie une assimilation que rien ne justifie. Elles découvrent ensuite, entre ce même billet de banque et les autres instruments de crédit (comptes courants utilisables par chèques et lettres de change) une différence également illusoire. Assimilation et différenciation aboutissent au même résultat : donner au billet de banque, parmi les instruments de crédit, une place exceptionnelle et imaginer pour lui un régime également

¹ Je me permets de renvoyer à mon ouvrage, *La Déflation en Pratique*, Paris, 1924. où j'ai analysé les principaux exemples historiques de ce phénomène.

² Il s'agit de l'Act de 1819 qui rétablit la convertibilité du billet de banque.

exceptionnel d'émission, lequel, loin d'atténuer les crises, ne fera que les renforcer.

Sur ces deux points, la doctrine subséquente a entièrement donné raison à Tooke.

Pour Ricardo, on s'en souvient, papier-monnaie inconvertible et billet de banque ne se distinguent que par la facilité plus grande avec laquelle on limite la quantité du second. De différence de nature, il n'en reconnaît pas entre eux. Pour l'un comme pour l'autre, la quantité seule fixe la valeur.

Tooke proteste contre cette confusion. Le papier à cours forcé est une *monnaie*. Le billet de banque convertible est un *instrument de crédit*. La distinction entre la monnaie et le crédit, entre la monnaie de papier et le papier-monnaie, que depuis Smith jusqu'à Ricardo, l'économie politique anglaise refusait de reconnaître, elle est chez Tooke affirmée sans réserve.

L'extraordinaire, c'est qu'elle n'ait pas encore triomphé complètement. Ce n'est pas seulement le colonel Torrens et Lord Overstone, ce sont de nos jours encore, des économistes comme M. Gregory, qui dans cette controverse célèbre donnent tort à Tooke ¹.

Par contre la distinction sur le Continent n'a jamais été contestée. « On a assez d'esprit, écrivait déjà Napoléon à Mollien en 1810, pour comprendre que des billets de banque ne sont pas du papier-monnaie ² » Depuis Storch et J.-B. Say, en passant par Sismondi et Adolphe Wagner, jusqu'aux traités modernes d'économie politique, tous les écrivains continentaux établissent entre le billet et le papier-monnaie une opposition absolue. Seule, la doctrine anglaise paraît incertaine à cet égard, quoique J. Stuart Mill, suivant en ceci Fullarton et Tooke, ait adopté entièrement la conception continentale.

La raison, nous l'avons déjà donnée. C'est le fait que, de 1797 à 1819, la Banque d'Angleterre n'a guère usé du papier-

¹ GREGORY, Introduction à la réimpression de l'*Histoire des Prix*, p. 88 : « A more complete confusion of the issues involved can hardly be imagined », écrit M. Gregory en parlant de la doctrine de Tooke. Nous ne pouvons partager cette vue. M. von Mises, dans son livre bien connu, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel* n'admet pas non plus la distinction entre les deux instruments, ni la théorie du reflux.

² WOŁOWSKI, *La Question des Banques*, p. 75.

monnaie que pour faire du crédit privé, alors que le papier-monnaie sur le Continent a toujours été l'instrument des finances de l'Etat. De là l'impression chez les économistes anglais que la vraie différence entre billet convertible et papier-monnaie est celle qui existe entre l'usage et l'abus, mais ne concerne pas la nature même des deux instruments.

C'est le contraire nous dit Tooke. Il y a une distinction fondamentale entre le papier-monnaie inconvertible et le billet de banque.

Le premier est émis pour faire face aux besoins et aux dépenses de l'Etat; il aboutit à créer chez les particuliers auxquels il est remis des revenus *définitifs* (c'est-à-dire non sujets à remboursement), qui accroissent une fois pour toutes et sans retour leur pouvoir d'achat, augmentant ainsi la demande des produits et en faisant hausser le prix. En un mot, le papier-monnaie agit sur les prix de la même manière que le fait un accroissement de monnaie métallique.

Au contraire, le billet de banque convertible est un *instrument de crédit*. Il n'est émis qu'à titre d'*avance*. Loin de s'incorporer définitivement à la circulation, il *reflue* nécessairement à la banque qui l'a émis, lorsque l'avance est remboursée. Certes les crédits remboursés peuvent être renouvelés ou remplacés par d'autres et leur niveau général rester le même ou s'accroître lentement. Mais la nécessité de rembourser à tout moment les dépôts en espèces empêche la banque d'exagérer les émissions, et si elle l'a fait, il lui suffit de ne pas renouveler ses prêts pour voir refluer ses billets. Le billet de banque ne fait donc qu'*anticiper* un revenu définitif qui, lui, une fois perçu, met fin à l'existence du billet de banque. Il ne peut donc agir que d'une manière *provisoire* sur les prix, — puisque le remboursement des avances exige qu'on prélève après coup sur les revenus définitifs une somme exactement égale à l'avance faite. L'avance bancaire permet simplement de dépenser *dès aujourd'hui* un revenu qui sera perçu un peu plus tard, mais qui, lui, ne sera pas dépensé puisqu'il servira à rembourser la banque. En d'autres termes le montant des crédits bancaires — et par conséquent des billets — constitue ce que nous avons appelé un « ensemble renouvelable », tandis que le papier-monnaie,

une fois entré dans la circulation ou dans les revenus, s'y incorpore définitivement.

Cette doctrine du *reflux* — doctrine si simple qu'on a peine à croire qu'elle ait pu être contestée — fait l'essentiel de la démonstration de Tooke. Elle a été formulée avec toute sa précision, non seulement par lui-même mais par Fullarton, dans un ouvrage remarquable publié en 1844 sous le titre de *On the Regulation of Currencies*, et dont J. Stuart Mill a adopté toutes les conclusions ¹.

A cette doctrine si claire, que répondaient ses adversaires? Ceci justement que rien n'empêchait d'appliquer la méthode du reflux au papier-monnaie, de ne l'employer — comme on l'avait fait en Angleterre — que pour escompter des effets de commerce, et qu'alors les distinctions de Tooke tombaient d'elles-mêmes.

En ce qui concerne la nature et le caractère de l'action de la monnaie de papier sur les prix, écrivait le colonel Torrens, on ne peut concevoir aucune différence entre l'action produite par le papier convertible et celle du papier inconvertible. Mais il y a cependant une différence entre l'importance et l'étendue de cette action : si dans ce dernier cas, l'effet est sans limite, dans l'autre cas, il est limité par la rapide diminution de la quantité du papier-monnaie convertible aussitôt que sa valeur par rapport à l'or commence à baisser. L'argument de Mr. Tooke, si on l'analyse impartialement, équivaut à ceci : un accroissement de la quantité de papier-monnaie convertible ne peut pas réduire sa valeur, parce que, quand une augmentation de quantité aura réduit sa valeur, une diminution de sa quantité s'ensuivra qui fera monter cette valeur; donc, la quantité du papier convertible n'a aucune influence sur sa valeur. C. Q. F. D. ².

Argument sophistique. Car l'inconvertibilité transforme la *nature juridique* du billet de banque, et par conséquent l'appréciation économique qu'en font les porteurs. Le billet de banque est une *créance* sur une somme d'or précise. Le papier-monnaie est un *instrument de paiement* dont le pouvoir d'achat vis-à-vis des marchandises (ou de l'or) se fixe sur le marché au gré des variations de l'offre et de la demande. Il est

¹ On trouvera le passage essentiel de Tooke, au t. IV, pp. 176 et suivantes. Le passage de Fullarton est reproduit par Tooke en note. On le trouvera à la page 65 de *On the Regulation of Currencies*.

² Cité par TOOKE, t. IV, p. 182. Le passage est extrait du livre de TORRENS, *An Inquiry into the Practical Working of the proposed Arrangement for the Renewal of the Charter of the Bank of England*, 1844, pp. 46-48.

bien un titre juridique, puisque c'est uniquement la loi qui lui confère le pouvoir d'acquitter les dettes. Mais il n'est pas une créance, au sens propre du terme, M. Hawtrey en disant : « Le pouvoir d'achat [au sens de créance] possède une valeur comme tout autre droit permettant de se procurer des richesses »¹, oublie qu'il y a une grande différence entre un droit permettant de se procurer une richesse déterminée et fixée à l'avance, et un droit permettant de se procurer « des richesses » *in abstracto*, et sans spécification. Le montant des biens auquel le papier-monnaie donne droit varie avec les fluctuations du marché et, chose plus grave, dépend en partie de la quantité même du papier qui sera émis sans contrôle possible par les détenteurs actuels du papier. Sans doute pourrait-on dire que cela est vrai également de la monnaie métallique. Mais nous retombons alors dans la distinction entre le papier-monnaie et la monnaie métallique, qui constitue un problème tout différent de la distinction entre le papier-monnaie et le billet de banque.

La question de quantité à laquelle Ricardo et ses élèves veulent réduire tous ces problèmes n'en est qu'un des éléments. On est toujours ramené au problème plus vaste de savoir quel est l'étalon monétaire : l'étalon international, l'or, à travers lequel tous les systèmes nationaux de prix se rattachent les uns aux autres, ou l'étalon purement national, le papier, qui isole les systèmes de prix des différents pays. Les billets convertibles (ou ce qui revient au même, les comptes courants utilisables par chèques) peuvent bien, si leur quantité augmente, modifier le pouvoir d'achat même de la monnaie-or nationale; dans ce cas, une certaine exportation d'or aura lieu, et le *niveau international des prix or* en subira une modification (nécessairement très lente), mais le niveau national des prix ne se détache pas pour cela de ce niveau international. Il continue à en suivre les fluctuations. L'usage du chèque et du billet de banque, au fur et à mesure qu'il se développe, exerce donc certainement une action sur les prix. Mais tant que le rattachement à l'or subsiste, et que l'or est un produit internationalement demandé comme lingot et comme monnaie,

¹ HAWTREY, *La Circulation monétaire et le Crédit*, trad. franç., p. 617.

cette action est extrêmement limitée et d'une lenteur caractéristique. Tout change à partir du jour où la convertibilité étant supprimée, l'amarre qui lie le système monétaire national au système international est coupée. C'est justement à maintenir cette liaison que sert la méthode du « reflux ».

Bien entendu, toute l'argumentation de Tooke ne reste vraie que si les banques pratiquent effectivement la « loi du reflux » et se bornent à faire des prêts à court terme et non pas des avances immobilisant leurs fonds pour des périodes indéfinies. C'est dans cette hypothèse seulement que se place Tooke. Si les billets émis par les banques cessent d'être convertibles, ils se transforment en créances irrécouvrables ou seulement partiellement recouvrables et leur valeur fluctue comme celle de tous les titres de crédit dont le paiement n'est plus complètement assuré.

En un mot, la convertibilité du billet n'est pas un simple « truc » pour en limiter la quantité; la convertibilité du billet confère à celui-ci des *caractères juridiques et économiques* dont est dépourvu le papier-monnaie et *qui sont indépendants de sa quantité*.

Tooke et Fullarton reconnaissaient volontiers que si l'inconvertibilité n'avait pas entraîné en Angleterre les mêmes fâcheuses conséquences qu'ailleurs, c'est justement que ni l'Etat ni la Banque n'en avait abusé¹. Tooke observait que, par une chance exceptionnelle, le taux du marché était resté pendant toute cette période, inférieur au taux de la Banque dont le maximum était fixé légalement à 5 % de sorte que le public avait préféré s'adresser au marché pour trouver les fonds dont il avait besoin. Si le taux du marché était monté au-dessus de 5 %, c'est alors qu'on aurait vu les émissions de la Banque augmenter (puisque les Banques auraient toutes eu avantage à réescompter leur papier à la Banque d'Angleterre) et la dépréciation du billet aurait été bien plus forte.

¹ Tooke estimait que la quantité des billets émis n'avait jamais dépassé ce que réclamait l'extension de la production et de la population. Il en donnait pour preuve la facilité avec laquelle la livre sterling, sitôt la paix rétablie, était revenue au pair. La preuve est médiocre. La spéculation à cette époque comme en 1925, a dû contribuer à faire remonter la livre au delà de son niveau normal.

Une dernière remarque encore. Si Tooke refuse d'assimiler le billet de banque et le billet à cours forcé, il refuse non moins fermement d'assimiler le billet de banque à une monnaie métallique. Pour Ricardo et pour Smith, l'expression « monnaie » s'applique indifféremment à tous les instruments de circulation. Tooke refuse de donner le nom de monnaie à un simple instrument de crédit. La monnaie est plus qu'un simple intermédiaire des échanges, ou un commun dénominateur des valeurs, — elle est l'« objet des contrats pour les paiements futurs », — et « c'est en cette dernière capacité que l'étalon des valeurs doit avoir de la fixité ». « Aussi bien le vendeur que l'acheteur de marchandises, le prêteur que l'emprunteur acceptent de courir la chance de ce que la valeur de l'or pourra être à l'expiration du terme. Il est vrai que la valeur de l'or peut varier; mais il n'y a pas d'autre bien, excepté peut-être l'argent seul, qui soit aussi peu susceptible de varier. Et il n'y a, en conséquence, aucun autre bien que l'or, ou l'argent, qu'il convienne aux deux parties d'envisager pour un paiement éventuel ¹. »

Or la valeur du billet de banque convertible vient justement de sa liaison avec l'étalon métallique. Quant à l'étalon papier, il est un étalon sans doute, mais un mauvais étalon, parce que rien n'en garantit la fixité.

Beaucoup de malentendus de la doctrine anglaise et son désaccord avec la doctrine continentale ont pour origine cette qualification de monnaie donnée à tous les instruments de circulation, alors que très justement Tooke entend la réserver à l'étalon monétaire. Le refus de Ricardo de s'arrêter aux caractéristiques juridiques des instruments de paiement — lesquelles

¹ Voici la suite du passage : « Comme simple instrument ou moyen d'échange, au même moment et au même lieu, la stabilité de la valeur, quoique désirable, n'est pas d'une telle importance, l'objet immédiat de la monnaie dans cette fonction étant de servir comme un point ou plutôt une échelle de comparaison plus commode que le troc entre deux denrées quelconques ou deux catégories de denrées. C'est dans cette dernière capacité, c'est-à-dire comme base des engagements ou des obligations pour les paiements futurs, que, à tous les points de vue de justice et de politique, la chose exacte promise, en quantité et en qualité, devra être payée à l'expiration du terme... » (TooKE, t. IV, pp. 145 et 146.)

entraînent après elles des caractéristiques économiques — pour ne s'arrêter qu'à la seule « quantité » comme signe distinctif de ces instruments, est la source de ces malentendus ¹.

¹ Dans le livre de M. Robertson intitulé *Money*, paru en 1921, l'auteur appelle « money » toutes les formes d'instruments de paiement qu'il distingue ensuite en diverses espèces (*common money, deposits, etc.*) dont l'une est le *standard money*. C'est cette monnaie standard, dit-il, qui détermine la quantité de toutes les autres. C'est donc elle qui est l'essentiel. Ainsi, M. Robertson réintroduit (et il ne peut faire autrement) une terminologie où la monnaie au sens de Tooke a une place à part. Ne serait-il pas plus simple et commode de lui réserver ce nom, et d'appeler « crédits circulants » les autres instruments?

L'identification de la monnaie et des instruments de circulation, revient à ne voir dans la monnaie qu'un « bon d'achat », comme Law, Adam Smith et Ricardo. Cette conception a été spirituellement critiquée dans un livre plein d'idées intéressantes et qui me semblent fortifier souvent les thèses défendues ici. C'est l'ouvrage de Benjamin ANDERSON, *The Value of Money*, publié pour la première fois en 1916 et réédité en 1936 à New York (Smith, éd.). Le chapitre VII intitulé *Dodo-bones*, consacré à démontrer qu'on ne peut concevoir de monnaie sans valeur propre, soit par la substance dont elle est faite, soit par les *droits* (évaluables économiquement) qu'elle confère, est particulièrement significatif.

CHAPITRE V

TOOKE, CRÉATEUR DE LA DOCTRINE DU CRÉDIT. CONTROVERSE DES *CURRENCY* ET *BANKING PRINCIPLES*

- § I. Identité fondamentale du billet de banque et du dépôt en banque. —
§ II. Tooke et sa théorie des crises : revenus créés par le crédit et
revenus « définitifs ». — § III. Influence différente de l'afflux d'or
sur les prix, suivant que cet afflux coïncide avec une période de spé-
culation ou de dépression. — § IV. Influence du taux de l'intérêt sur
les prix. — § V. L'Act de Peel de 1844 et la controverse des *Currency*
et *Banking Principles*. — § VI. Répercussions en France de la contro-
verse sur le *Currency* et le *Banking Principle*. L'émission du billet
« droit régalien ».

Le précédent chapitre nous a montré Tooke critiquant l'interprétation donnée par Ricardo et son école des événements survenus pendant la guerre et le cours forcé. Cette critique est déjà riche d'enseignements positifs

Mais au cours de ces polémiques, Tooke a été amené à formuler plusieurs autres doctrines dont la portée est considérable pour toute la conception du crédit, et dont l'écho s'est répercuté dans les controverses qui ont suivi la guerre mondiale :

1° Tooke revient à la notion qui a toujours été celle du xviii^e siècle et d'après laquelle il existe entre les différents instruments de crédit, en particulier entre le billet de banque et le chèque, une identité fondamentale;

2° A l'explication des crises par un abus du billet de banque, Tooke oppose une explication basée sur les abus du crédit en général; il est amené ainsi à formuler sur les rapports entre les mouvements durables des prix et les variations cycliques une théorie de la plus grande importance, malgré le peu d'attention que lui ont accordée la plupart des économistes;

3° De même au sujet des effets d'un accroissement des métaux précieux sur les prix et de la combinaison de ces effets avec les variations cycliques, il apporte des observations que personne n'avait faites avant lui et d'une grande portée;

4° Enfin, on trouve chez Tooke une théorie entièrement nouvelle de l'influence exercée par la baisse du taux de l'intérêt sur le prix des marchandises et sur le cours des valeurs de bourse, théorie dont l'application aux problèmes d'aujourd'hui est particulièrement intéressante.

Toutes ces doctrines ont été formulées comme incidemment, à propos des discussions qui ont précédé l'Act de Peel de 1844 et la réorganisation de la Banque d'Angleterre effectuée par cette loi célèbre. Nous aurons à montrer pourquoi les thèses pratiques de Tooke n'ont pas triomphé en Angleterre et les conséquences qu'a eues pour l'organisation du crédit le monopole de fait donné à la Banque d'Angleterre, ainsi que les répercussions qu'a entraînées en France, où cependant l'organisation du crédit était toute différente, la controverse célèbre entre les partisans du *Currency* et ceux du *Banking Principle*. L'objet même de cette controverse n'a plus qu'un intérêt rétrospectif. Les vérités qu'à cette occasion Tooke et son école ont été appelés à formuler, gardent un intérêt de premier ordre.

§ I. — Identité fondamentale du billet de banque et du dépôt utilisable par chèque

Le billet de banque n'est pas une monnaie. C'est un instrument de crédit, un crédit circulant. A ce titre, il s'apparente non pas au papier-monnaie, mais aux effets de commerce, aux lettres de change, et enfin aux inscriptions en compte courant utilisables par chèques, à ce que l'on appelle aujourd'hui la « monnaie scripturale ». Voilà l'une des ces vérités élémentaires méconnues par Ricardo et sur lesquelles Tooke a le plus volontiers insisté.

Il est d'accord en cela avec la meilleure tradition économique : avec Cantillon, dont nous avons cité un passage caractéristique, avec Thornton qui traite de la même manière les

dépôts de la Banque d'Angleterre et ses billets, avec Fullarton qui consacre d'éloquents chapitres à ce sujet, et avec les meilleurs banquiers de son temps, Gilbert et MacLeod. Les billets de banque sont simplement des effets de commerce à vue et sans intérêt tirés sur un banquier et acceptés par lui. L'inscription en compte courant est un engagement à vue d'un banquier au même titre que le billet. Quand le client d'une banque fait escompter un effet de commerce, la banque substitue sa promesse de payer à celle de l'accepteur; que cette promesse soit constatée par un billet circulant de main en main, ou par une inscription dans ses livres, transférable grâce aux chèques détachés d'un carnet remis par la banque à ses déposants, les effets économiques sont identiquement les mêmes.

« Il n'y a pas une seule opération faite actuellement au moyen des billets de la Banque d'Angleterre, écrit Fullarton, qui ne pourrait être aussi efficacement accomplie si chaque individu avait un compte en banque et réglait par chèque tous ses paiements de cinq livres et au-dessus. Je ne dis pas qu'une telle façon de procéder serait nécessairement exempte d'inconvénients ou de difficultés dans la pratique. J'affirme seulement qu'il n'y aurait en principe aucun obstacle, et que de cette manière, une circulation de comptes courants pourrait être universellement substituée à notre circulation de billets de banque, et qu'elle remplirait toutes les fonctions d'échanges tout aussi sûrement et efficacement ¹. »

Et plus loin : « Les billets de banque sont le petit moyen d'échange du crédit, l'instrument le plus humble dans l'organisation mécanique par laquelle le crédit se développe ². »

Pourquoi consacrer tant de développements à une idée si simple? Parce que toute l'école de Ricardo et toute la Currency School insistaient sur la différence entre le billet de banque et les autres instruments de crédit, et prétendaient n'accorder qu'au billet le caractère de monnaie. Citons leur porte-parole le plus autorisé, Sir Robert Peel, dans son discours introductif à la discussion de l'Act de 1844.

Je dois déclarer dès l'abord, dit Robert Peel, que par le mot « mon-

¹ FULLARTON, p. 41.

² *Ibid.*, p. 51.

naie », j'entends désigner la monnaie métallique du royaume et les effets payables à vue au porteur. Par le mot « monnaie de papier », je désignerai uniquement ces effets. Je ne comprends pas dans ce terme les lettres de change, les tirages sur les banquiers (chèques) ou autres formes de crédit. Il y a dans mon opinion une distinction importante entre le caractère d'un billet payable à vue au porteur et les autres formes de papier de crédit ainsi *qu'entre les effets qu'ils produisent respectivement sur le prix des denrées et sur les changes*. L'un répond à tous les usages de la monnaie, passe de main en main sans endossement, sans examen quand il n'y a pas soupçon de fraude, et il est bien ce que sa désignation implique : une monnaie ou un instrument de circulation ¹.

Contre cette conception, Tooke a déployé une grande ardeur de polémique, se bornant d'ailleurs à reproduire les arguments de Fullarton ou ceux d'un de ses amis, Pennington, qui avait pris une part active à cette controverse. « Quand un banquier de Londres, écrivait ce dernier, escompte une lettre de change il crédite son client du montant de cette lettre, moins l'intérêt, dans un compte ouvert sur ses livres; lorsqu'un banquier de province accepte une lettre de change, il paie en un billet de banque le montant de la lettre diminué de l'escompte. Dans les deux cas le bénéficiaire peut immédiatement réclamer de son banquier le paiement de la lettre de change moins l'intérêt, en or ou en billets de la Banque d'Angleterre ². »

Ainsi, concluait-il, on ne peut découvrir aucune différence, sauf de forme, entre les deux procédés.

Les conceptions de Peel et celles de la Currency School n'ont pas disparu devant les arguments de Tooke, et c'est encore un exemple frappant du prestige des grands noms et des idées simplistes dans la tradition économique. En France, en particulier, l'idée napoléonienne qu'émettre des billets c'est en réalité « battre monnaie », y a gagné en force. C'est une idée dont Tooke s'amusait déjà :

« La confusion entre le papier de crédit et le papier-monnaie semble avoir donné naissance au dogme de la Currency Theory d'après lequel l'émission de billets remboursables à vue en espèces est une prérogative ou une fonction du souverain ³. »

¹ Cité par TOOKE, IV, 154-155.

² Ce passage est cité au long en appendice au tome IV de Tooke.

³ t. IV, p. 71, note.

De période en période, les économistes ont dû redémontrer la thèse de Tooke¹, ce qui n'a pas empêché pendant la Grande Guerre la campagne des banques d'émission (aussi bien en France qu'en Allemagne) en faveur du chèque, sous prétexte que l'emploi du chèque n'entraînait pas de hausse des prix comme le faisait l'émission de billets.

Par un retour bien intéressant des idées, un siècle après les controverses sur le billet de banque, des conceptions identiques se font jour à propos du chèque que l'on qualifie lui aussi de monnaie depuis que son usage s'est répandu dans tous les milieux. Les crédits en banque utilisables par chèque, qu'est-ce autre chose, nous dit-on, qu'une création de monnaie? Hartley Withers dans son livre célèbre intitulé *The Meaning of Money*, de 1908, appelait les banques de dépôt des « banques d'émission de chèques ». Et avant lui un écrivain plein de vigueur, Mac Leod, dans son *Histoire de la Banque d'Angleterre*, avait soulevé de longues polémiques en affirmant que le crédit crée du « capital ». Car que fait un banquier quand il accorde un crédit, en échange d'une traite par exemple? Il permet à son client d'inscrire à son compte créditeur le montant de la somme prêtée, et plus tard de tirer un chèque sur son compte, chèque qu'il peut remettre à un tiers, permettant à ce dernier d'en inscrire le montant à son compte dans une autre banque (ou dans la banque originaire). A l'actif, le portefeuille des banques, prises dans leur ensemble, s'accroît du nouvel effet de commerce; au passif, les dépôts s'accroissent du montant du prêt correspondant. Ainsi les crédits de banque *créent des dépôts* et les dépôts disponibles par chèques sont du « pouvoir d'achat » ou de la « monnaie ». En d'autres termes, les banques de dépôt sont aussi bien créatrices de monnaie que le sont les banques d'émission, car pour celles-ci aussi toute avance consentie par la banque aboutit à l'émission d'un billet et les billets sont de la monnaie. « Credits create deposits », voilà la formule nouvelle qui a séduit tant d'écrivains et qui allait conduire un homme comme Wicksell à cette déclaration stupé-

¹ Voyez, pour l'époque la plus récente, l'article d'ANSIAUX, dans la *Revue d'Economie politique* de 1912, p. 553, les brochures de BENDIXEN en Allemagne, le livre de Hartley WITHERS, *The Meaning of Money*, en Angleterre.

fiant que l'offre de crédit s'adaptait toujours et nécessairement à la demande. Pour dissiper cette fantasmagorie, il suffit de remarquer qu'au fur et à mesure de la « création » des dépôts, l'encaisse qui leur fait face représente un pourcentage décroissant de ces mêmes dépôts. Les banques sont ainsi averties que leur *marge* de crédit décroît, et que le moment est venu d'envoyer des crédits trop amples. Cette notion de la « marge de crédit », fondamentale en matière de banque (qu'il s'agisse de banques de dépôts ou de banques d'émission), ne joue qu'un rôle insignifiant dans la plupart des ouvrages consacrés à ce sujet. La « marge de crédit », c'est le *stock encore disponible* de crédit, stock qui diminue au fur et à mesure que les avances des banques s'accroissent pour une encaisse restée la même.

Naturellement cette « marge » est variable. Elle est fixée par ce que le banquier considère comme son minimum de « liquidité », c'est-à-dire par la proportion de ses dépôts qu'il doit conserver en tout cas sous forme de billets ou de comptes courants à la Banque centrale. Naturellement aussi chaque banquier a sa manière à lui de la calculer. Naturellement enfin elle varie avec la liquidité des placements qu'il a faits, et cette liquidité est variable suivant l'organisation bancaire et boursière de chaque pays ¹.

Non seulement la formule « credits create deposits » démontre, une fois de plus, l'identité entre les deux instruments de crédit dont il s'agit (la différence des époques consistant simplement en ce que les sociétés de crédit ont partout pris la place des banques d'émission privées, et que l'emploi du chèque par le grand public a supplanté en Angleterre et en Amérique l'emploi du billet) mais elle souligne aussi la tendance des pays anglo-saxons à appeler « monnaie » ce qui n'est qu'un instrument de crédit.

De nombreux articles ont été consacrés au cours de ces dernières années à cette soi-disant création de monnaie. En réalité, il faut répéter au sujet du chèque ce que nous avons dit dans le chapitre premier à propos du billet de banque. Le rôle de la

¹ Par exemple dans les pays anglo-saxons on considère que l'on peut sans danger placer des dépôts à court terme en valeurs de Bourse, simplement parce que le marché des valeurs à New York ou à Londres est beaucoup mieux organisé et infiniment plus large qu'à Paris.

société de crédit, opérant par « inscriptions de crédit », est le même que celui de la banque d'émission, faisant crédit au moyen de billets de banque : *la banque de dépôt fait circuler par ses avances les sommes disponibles que le public lui a remises*. Le billet de banque et la « monnaie scripturale » sont émis de la même manière. Ce que le public remet à la banque, ce sont toujours ses fonds de caisse momentanément inemployés, que ces fonds soient versés sous forme de chèques, de billets ou d'espèces ¹.

Ce que la banque prête ce sont ces fonds; mais, au lieu de les remettre à l'emprunteur sous forme de billet ou d'or de la main à la main, elle se borne à inscrire le montant du prêt au compte créditeur de son client. Il y a donc des dépôts qui sont représentés à l'actif de la banque non plus par des espèces (or, billets, comptes courants à la banque centrale), mais par des avances (escomptes ou prêts sur titres). Ces dépôts-là circulent naturellement comme les autres, de banque à banque, au moyen de chèques. On ne peut pas plus les distinguer des dépôts nés d'un versement originaire du public, qu'on ne peut distinguer dans la circulation un billet provenant d'un escompte de la Banque centrale ou d'un versement d'or ou encore qu'on ne peut distinguer dans un pays à circulation métallique, les espèces provenant d'un prêt et celles provenant d'un transfert de propriété. Plus ces dépôts, nés des opérations de crédit de la banque, se multiplient, plus la proportion de l'*encaisse* (c'est-à-dire des sommes conservées en billets ou en compte à la Banque centrale ou en espèces) par rapport à l'ensemble des

¹ Le public verse à la banque directement son or, ses billets, ou ses chèques. Chacun de ces versements donne lieu à la banque à un dépôt au profit du client qui l'effectue. Chacun de ces versements met la banque en possession soit d'or (qu'elle se hâte d'ailleurs de déposer à la banque centrale), soit de billets, soit de versements à son compte à la Banque centrale qui lui sont faits par les banques sur lesquelles sont tirés les chèques reçus de ses clients. C'est avec ces fonds que la banque prête. Chaque jour la banque non seulement reçoit des chèques tirés sur d'autres banques, mais se voit présenter des chèques tirés sur elle-même. C'est la différence entre ces deux sommes qui finalement ou bien lui rentre, ou qu'elle est obligée de sortir de sa caisse (ou de son compte à la Banque centrale). De même chaque jour la banque reçoit des remboursements d'avances faites par elle soit sous forme d'un chèque sur elle-même et tiré à son profit, ce qui diminue le solde des comptes créditeurs, soit sous forme de billets ou d'espèces, ce qui augmente l'encaisse; dans les deux cas la proportion de l'encaisse aux dépôts augmente. L'inverse a lieu en cas d'avances faites par la banque. Les termes « dépôts » et « comptes créditeurs » doivent être considérés ici comme identiques.

dépôts de la banque diminue. C'est la diminution de cette proportion qui avertit la banque qu'elle doit restreindre ses crédits, — exactement comme dans une banque d'émission.

La création d'un dépôt par l'octroi d'avances ou d'escomptes est l'exact équivalent de la création d'un billet de banque par les mêmes opérations.

La différence vient exclusivement de ce que les banques de dépôts ont pris l'habitude dans les grands pays où il y a une banque centrale d'émission — à laquelle seule est confiée l'émission des billets de banque et le soin d'en maintenir la couverture — de considérer le billet de banque (et non les espèces métalliques) comme étant la monnaie qu'elles doivent rembourser. En fait, dans les pays dont il s'agit, le billet est devenu le grand instrument de circulation; c'est sous forme de billets ou de virements sur la Banque centrale que les banques se font leurs paiements réciproques; et ce dont les banques se préoccupent c'est de pouvoir à tout instant rembourser en billets les dépôts qui leur sont confiés. En d'autres termes, la « monnaie » pour les banques de dépôt, celle qui constitue leur « encaisse » (correspondant à ce qu'est l'encaisse-or pour la banque d'émission) ce sont ou les billets qu'elles ont dans leurs tiroirs, ou le compte courant qu'elles ont à la Banque centrale, lequel est à volonté transformable en billets. Quant à la transformation du billet en or, elles laissent à la Banque centrale le soin de s'en préoccuper.

Une deuxième différence est la suivante : la banque de dépôts, avons-nous dit, ne se sent responsable que du remboursement en billets. Or la quantité de billets qu'une banque d'émission centrale peut émettre dans les systèmes modernes est *élastique*. La banque de dépôts, pourvu qu'elle ait un portefeuille réescomptable à la banque d'émission, est en général assurée que celle-ci ne lui refusera pas un crédit sous forme de billets émis à cet effet. Au contraire la quantité d'or servant au remboursement des billets est limitée à chaque instant; elle n'est pas élastique, ce qui impose à la banque d'émission une plus grande prudence.

Il résulte de là que les banques de dépôt se sentent *beaucoup plus libres de faire des crédits* que la banque d'émission, et qu'en fait elles gardent une encaisse (billets et dépôts à la

Banque centrale) qui, par rapport aux sommes qu'elles ont reçues, représente une proportion beaucoup plus faible que celle représentée normalement par l'encaisse or d'une banque d'émission par rapport aux billets qu'elle émet. De là une multiplication des crédits faits par les banques de dépôts. Les crédits ne sont généralement pas effectivement perçus en billets par les bénéficiaires, mais sont laissés simplement en compte courant à leur banque et se transmettent par chèques de compte à compte. Ainsi voit-on se multiplier les dépôts (ou comptes courants) dans les pays où l'habitude du chèque est prise. En contre-partie de ces dépôts figurent à l'actif : d'une part l'encaisse de la banque (billets dans sa propre caisse et compte courant à la Banque centrale), d'autre part les crédits qu'elle a faits.

Le système de la « monnaie scripturale » se superpose ainsi au système du « billet de banque ». L'un et l'autre n'ont pour effet que de *faire circuler* la monnaie métallique initialement remise aux banques. Seulement cette circulation n'est que « virtuelle », l'or déposé, comme les billets déposés dans les banques ne se déplacent plus ou à peine. Les comptes de dépôt représentent pour une bonne partie le montant de la monnaie constamment remise en circulation par le crédit et constamment rapportée aux banques.

On se demande quelquefois comment est arrivée à se développer la formidable structure de crédit élevée sur la base d'une si faible encaisse.

Supposons un pays ayant cent millions d'espèces métalliques. Les espèces sont remises à la Banque d'émission, qui donne en échange des billets, pour le même montant, et fait des avances pour une somme de 50 millions. Il circule dorénavant 150 millions de billets dans le pays, dont 50 ne sont que la remise en circulation de la monnaie métallique.

Le public, par prudence, remet les billets dans des banques de dépôt, et celles-ci les remettent à la Banque. Dorénavant les 150 millions de billets en circulation sont remplacés par 150 millions de dépôts, — les banques de dépôts versent ces billets à la Banque d'émission, en échange de 150 millions de comptes courants. Mais les banques de dépôts font des crédits, et avec leurs 150 millions de dépôts elles font par exemple 140 millions

d'avances, qui leur sont aussitôt redéposés et sont dorénavant représentés par des comptes courants créditeurs. Les dépôts s'élèvent maintenant à 290 millions en face desquels les banques disposent d'une encaisse de 150 millions à la Banque d'émission. Elles s'aperçoivent qu'elles peuvent prêter davantage et prêtent une partie des 290 millions qu'elles ont en dépôt, par exemple 125 millions, puis encore 125 millions. Voilà le chiffre de dépôts accru à 540 millions, avec une encaisse globale de 150 millions.

Cette opération se poursuit jusqu'au moment où les banques de dépôts estiment que leur encaisse risque d'être insuffisante pour faire face rapidement à des demandes éventuelles de retrait, même en tenant compte du réescompte de leur portefeuille qu'elles peuvent obtenir de la Banque.

A partir de ce moment les banquiers prennent l'habitude de considérer seulement leur *encaisse*, et le rapport de cette *encaisse* avec le montant de leurs dépôts à rembourser. C'est ce qui fait dire aux écrivains anglo-saxons, que les banquiers « construisent un édifice de crédit sur une base métallique donnée ». Mais ce qui se passe en réalité, c'est que les banquiers ont reçu successivement 150, puis 140, puis 125, puis 125, au total 540 millions qui leur ont tous été déposés exactement comme les premiers 150. C'est ainsi que finalement l'encaisse est toujours la même, en face de dépôts dont le montant s'accroît. Mais ce montant, remarquons-le, ne peut pas s'accroître *indéfiniment*. Car à chaque crédit nouveau fait par la banque, sa *marge de crédit* se restreint. Nous dirons pour rester dans la terminologie adoptée par nous que la vitesse de circulation de la monnaie ne peut pas devenir infinie.

En résumé, tout ce qui est vrai des billets l'est aussi des dépôts. Beaucoup d'écrivains ne s'y sont pas trompés, et E. Cannan, par exemple, n'a jamais cessé de protester contre l'idée que les sociétés de dépôt *créent* de la monnaie ¹.

Quoique pensent certains présidents de banque et certains théoriciens monétaires, écrit-il, chaque directeur de banque sait que les clients qui lui fournissent les fonds, avec lesquels la banque fait ses prêts et ses avances, sont des personnes réelles qui disposent d'une fortune personnelle qu'elles trouvent commode de confier à la banque. Si

¹ CANNAN, *Money*, p. 82, Londres, 1923.

elles en avaient le désir, elles pourraient prêter directement aux mêmes personnes auxquelles la banque prête, mais elles aiment mieux confier ces opérations à un intermédiaire — la banque — qui est compétent pour les faire et qui, en groupant un grand nombre de déposants, est en mesure de laisser chacun d'eux disposer de sa monnaie au moment où il en a besoin ¹.

S'agit-il d'une simple question de mots? Certes non, car nous avons vu à plusieurs reprises combien les mots en ces matières sont dangereux. On peut le noter une fois de plus dans le cas présent. Aujourd'hui, certains écrivains, I. Fisher par exemple, demandent que l'on fasse pour les comptes courants utilisables par chèque exactement ce que Ricardo et la Currency School demandaient que l'on fît pour les billets : que l'on donne à ces dépôts à vue une couverture en « monnaie d'Etat » égale à ces dépôts et que les banques ne puissent pas se servir de cette monnaie pour faire des crédits (cf. son livre récent : *100 % Money*, New York, 1935). C'est le principe même sur lequel a été construit l'Act de Peel. C'est *la répétition mot pour mot* de la proposition de Ricardo de 1823, mais appliquée au chèque. Et, fait significatif, c'est justement à la suite d'une grande guerre où l'Etat a abusé de la création de monnaie *dissimulée sous l'apparence d'instruments de crédit* que cette proposition surgit. Quel éblouissant trait de lumière!

On sait que la guerre a été financée en Angleterre et aux Etats-Unis non pas directement par la banque d'émission, mais indirectement par l'intermédiaire des banques de dépôts qui s'adressaient elles-mêmes après coup soit au Trésor en Angleterre, soit à la Banque fédérale aux Etats-Unis pour obtenir les instruments de paiement de plus en plus nombreux exigés par le public. Tandis qu'en France et en Allemagne,

¹ Ailleurs, Cannan s'exprime ainsi : « Au cours des quarante dernières années, un certain nombre de personnes qui parlent et écrivent sur ce sujet ont pris l'habitude de regarder les montants que les banques se sont engagées à payer à leurs clients à vue ou à court terme, comme une masse de « monnaie de banque » où de « crédit » qui doit être ajoutée à la circulation (billets et espèces), toutes les fois qu'on se préoccupe des effets qu'exercent sur les prix les variations de la quantité de monnaie. C'est l'une des illusions monétaires modernes les plus choquantes. » M. Cannan fait remarquer ensuite qu'il n'y a pas de raison si l'on admet cette définition de la monnaie, de se limiter aux dépôts des banques, mais qu'il faudrait y inclure par exemple les dépôts des caisses d'épargne. Seulement, dit-il, « cette inclusion aurait rendu la doctrine sur les banques trop ridicule pour être acceptée ». (CANNAN, *Modern Currency*, etc., p. 97. Londres 1931.)

l'Etat remettait à la Banque des bons du Trésor en échange d'avances directes en billets que l'Etat utilisait pour ses paiements.

Les deux opérations ne différaient que par la *forme*. Elles avaient le même effet qui était de multiplier les dépôts *privés* dans les banques, au fur et à mesure que les dépenses du gouvernement répandaient les sommes ainsi créées dans le public qui lui-même les faisaient inscrire à son compte. Elles entraînaient en outre, puisqu'elles étaient provoquées par les dépenses non couvertes de l'Etat, une hausse générale des prix, et des besoins croissants de monnaie de circulation de la part du public. Seulement, tandis qu'en France le gouvernement remettait *directement* ces fonds à ses fournisseurs et ceux-ci au public qui voyait ainsi ses moyens monétaires augmentés et en déposait une partie dans les banques, en Angleterre et aux Etats-Unis, cette création monétaire ne survenait qu'*indirectement* et de la manière suivante : Le gouvernement anglais fournissait *aux banques* des billets appelés *currency notes* toutes les fois que le public désirait transformer en monnaie de circulation ses dépôts accrus. Quant au gouvernement américain, il donnait l'ordre à la Banque fédérale de Réserve de faire, en billets de la nouvelle banque créée depuis 1913, les avances nécessaires aux banques.

Les *currency notes* d'Etat (ultérieurement transformés en billets et annexés à la circulation normale de la Banque d'Angleterre) ainsi que les billets de la Banque fédérale de Réserve étaient purement et simplement, comme les billets de la Banque de France ou de la Reichsbank, une « fiat money », une « monnaie de nécessité » créée pour les besoins de l'Etat, un papier-monnaie.

Lorsque, après coup, la paix survenue, les banques trompées par cette abondance monétaire ont abusivement multiplié les crédits privés, surtout aux Etats-Unis, et que l'inévitable baisse des prix résultant de l'accroissement général de la production après l'arrêt subi pendant la guerre, s'est produite avec toutes ses conséquences, les faillites des banques se sont multipliées, une destruction de plusieurs milliards de dépôts a eu lieu. Devant ces désastres, au lieu d'accuser la politique financière de guerre des gouvernements, on a accusé les ban-

ques d'avoir créé trop de dépôts, et l'on a proposé de transformer ces dépôts en monnaie garantie par le gouvernement et dont les banques n'auraient pas le droit de se servir pour faire crédit.

La répétition à un siècle de distance à propos des chèques des mêmes suggestions faites après les guerres napoléoniennes au sujet des billets de banque par Ricardo est un fait si curieux et si important qu'il méritait d'être signalé ici. Rien ne prouve mieux à quel point était vraie la démonstration de Tooke sur l'identité du chèque et du billet. Que l'on emprunte sous forme d'inscription en compte courant ou sous forme de billet, cette différence superficielle ne change rien au fond des choses.

De cette identification des différents instruments de crédit, Tooke tire deux conclusions importantes :

1° Puisque tous les instruments de crédit sont équivalents, il est absurde de faire au billet de banque une situation spéciale. S'il y a des abus de crédit, on ne les combattra pas en limitant la seule émission des billets de banque comme le voulaient les partisans de la Currency School, mais en combattant les abus du crédit en général.

2° La création de crédit par les banques sous toutes les formes, et en particulier sous la forme du billet de banque, n'est possible qu'en raison d'une *demande préalable du public*. Les banques ne peuvent créer à *volonté* des billets pas plus que des dépôts. Elles ne les créent que si le public les demande. C'est pourquoi la création de papier pour sortir d'une crise est impuissante. Tandis que le papier-monnaie est créé volontairement par l'Etat pour faire face à des dépenses que ses ressources ordinaires ne lui permettent pas de couvrir, la création des instruments de crédit obéit aux besoins du public. En résumé l'Etat crée à volonté du papier-monnaie mais ne peut plus le retirer; les banques ne créent pas à volonté les instruments de crédit, mais peuvent les retirer en cessant de renouveler les crédits.

Il y a, dit Fullarton, entre les monnaies ayant une valeur par elles-mêmes et le billet de banque cette différence que la quantité des premières est indépendante de la demande du public, tandis que celle des secondes est entièrement réglée par ce facteur... Les nouvelles espèces d'or et le nouveau billet à cours forcé sont introduits sur le marché par

la voie des *paiements*; les billets de banque, au contraire, ne sont jamais émis qu'à l'occasion d'un prêt et une quantité égale de billets doit être retournée à la banque lorsque le prêt arrive à échéance ¹.

§ II. — Tooke et sa théorie des crises : revenus créés par le crédit et revenus définitifs

Ces questions de définition sont un préambule. Arrivons au problème essentiel : comment expliquer les crises? Comment y remédier? Car c'est autour de ce problème que s'est déroulée la controverse célèbre entre les partisans du *Currency* et ceux du *Banking Principle*. Et la théorie des crises de Tooke, si négligée par les historiens, est l'une des plus pénétrantes qui aient été formulées.

Pour la *Currency School*, les crises sont le résultat de l'excès des billets de banque. Empêchez cet excès et les crises disparaissent.

Non, dit Tooke. Le billet est seulement une des formes que revêt le crédit. Ce n'est ni la seule, ni même la plus importante. Une crise s'accompagne d'excès de crédit *sous toutes les formes*, — abus d'effets de commerce, abus d'achats à crédit de marchandises, abus de création de comptes courants — c'est le hasard et les besoins accidentels du public qui décident si le crédit accordé sera utilisé sous forme de billets ou sous forme de chèques. L'accroissement de la circulation est la conséquence ou le symptôme d'un certain état du crédit.

Ce sont donc les abus du crédit en général qu'il faut chercher à prévenir ou, si l'on n'a pu les prévenir, qu'il faut arrêter à temps.

¹ FULLARTON, pp. 63 et 64. Tooke ne s'exprime pas autrement. Voici parmi beaucoup d'autres un passage caractéristique : « On voit donc que la différence entre le papier-monnaie et le billet de banque tel qu'il fonctionne en Angleterre ne consiste pas seulement dans la limite fixée à leur montant par leur convertibilité mais dans la manière dont ils sont émis. Les billets ne sont émis qu'à la demande de ceux qui, ayant droit de demander de l'or, préfèrent des billets, et la quantité plus ou moins grande qui en est réclamée dépend des buts spéciaux en vue desquels on emploie les billets. La *quantité des billets est donc un effet et non pas une cause de la demande de billets*. Au contraire, un papier-monnaie gouvernemental à cours forcé, aussi longtemps que sa quantité augmente, agit directement comme une cause originaire sur les prix et sur les revenus. Il constitue une source nouvelle de demande des produits en monnaie, source dépréciée en valeur si on la compare avec l'or, mais de la même valeur nominale qu'auparavant. » (TOOKE, t. IV, p. 177.)

Or, comment se produisent ces abus de crédit? Il sont, dit Tooke, la conséquence de l'« esprit de spéculation » — de ce qu'il appelle ailleurs l'*overbanking*¹ — qui lui-même est stimulé par une *situation déterminée des prix*. Le crédit ne provoque pas la spéculation, il la suit; le crédit répond toujours à une *demande*, et cette *demande* est elle-même le résultat d'une situation économique déterminée.

Nous voilà en plein dans la « théorie des crises » et Tooke l'aborde ici par son côté le plus ardu. Comment naît une période d'essor? Une fois l'essor commencé comment s'arrête-t-il? et comment la *fluctuation momentanée* des prix va-t-elle se lier au *mouvement général des prix* de la période, à la tendance de longue durée? En un mot, *comment se superposent et se combinent les mouvements cycliques et les mouvements de longue durée des prix*? Ainsi est posé en termes précis l'un des problèmes les plus difficiles de l'économie politique, l'un de ceux qui ont fait couler le plus d'encre. Nous entendons ne l'aborder ici que par le côté qui intéresse Tooke, par les leçons que sa solution peut fournir à la solution ultérieure des problèmes de réglementation du crédit et de la monnaie.

Tooke distingue : a) des mouvements 'spéculatifs de prix et b) un mouvement que l'on pourrait appeler — quoiqu'il ne lui donne pas ce nom — le mouvement permanent ou fondamental. Tooke le désigne par l'expression « *prix généraux* » qu'il oppose aux prix de spéculation.

Les mouvements spéculatifs sont inévitables dans une économie complexe comme l'économie anglaise. Ces mouvements — nous dirions ces périodes cycliques d'essor — ont leur origine non pas dans une expansion de crédit, mais dans une *situation favorable des prix sur les marchés de certaines mar-*

¹ Cf. t. III, p. 262 : « Le phénomène d'un grand bouleversement anormal dans la circulation du pays est dû beaucoup plus à l'*overbanking* qu'à un simple excès des émissions de papier-monnaie. Par *overbanking* (qui est un mot récemment introduit), j'entends les avances faites soit sur des valeurs insuffisantes ou invendables, soit dans une proportion trop grande par rapport aux disponibilités. La disproportion entre les exigibilités et les disponibilités était entièrement représentée par des dépôts; et s'il n'y avait pas eu excès ou manque de liquidité des placements de la banque il aurait pu ne se produire en cas de demandes inattendues des déposants, aucune demande extraordinaire de remboursement de billets dans beaucoup des nombreuses banques de province qui ont fait faillite. » (III, 262.)

chandises. Cette situation est alors exploitée par les spéculateurs à l'aide du crédit qui, répétons-le, répond à une *demande* préalable et dont l'augmentation ne saurait être provoquée directement. Un taux d'intérêt bas — nous allons le voir tout à l'heure — ne peut à lui seul entraîner une expansion. Tout au plus peut-il la faciliter quand les besoins de crédit se manifestent.

Ainsi les observations que Tooke estime essentielles sont : 1° que la spéculation a son point de départ dans la situation du marché commercial ou industriel et non dans une multiplication des billets; 2° que l'expansion consécutive du crédit est un effet, non une cause de cette spéculation, car pas d'expansion de crédit sans *demande* de crédit; 3° que la contraction de la circulation qui survient à la suite d'une crise est la conséquence et non la cause de la dépression.

Comme une partie considérable des achats de denrées sont réglés au moyen de crédits en compte courant et de lettres de change, et qu'ils constituent les prix en monnaie de ces denrées, exactement comme les billets de banque ou la monnaie métallique, le montant plus ou moins élevé de crédit qui joue à différents moments sur les marchés de denrées, agit naturellement comme une cause de trouble sur les prix de ces marchés. Mais le crédit dans ce sens n'est pas limité aux avances des banques ou à leur escompte... Si les facilités de crédit accordées par les producteurs, qu'ils soient manufacturiers ou fermiers, ou par les importateurs et les négociants aux grossistes et par ceux-ci aux commerçants de détail prenaient, comme cela arrive en période de confiance, une trop grande extension, les prix pourraient monter et l'arrêt de la confiance, aboutissant à la défiance, déterminerait une dépression. Une augmentation des émissions de billets de banques suivie d'une contraction a généralement été la conséquence et non la cause d'une exceptionnelle et anormale extension du crédit alternant avec la disparition de ce crédit ¹.

Quand il existe une situation favorable du marché commercial ou industriel, on peut donc assister à une hausse des

¹ T. III, p. 277 : « Je conclus que les prix des denrées ne sont pas susceptibles d'être influencés d'une manière perceptible, quand le papier est convertible, par les fluctuations des émissions de la Banque effectuées suivant les règles, qui depuis 1825 président à ces émissions.

» Que les variations dans l'état du crédit peuvent résulter, et en fait résultent souvent, de circonstances étrangères à l'état de la circulation monétaire, et qu'aucune réglementation des émissions de billets ne peut constituer un préservatif infaillible contre de grandes fluctuations occasionnelles de l'état du crédit et du taux de l'intérêt. » (III, 245.)

prix que Tooke appelle spéculative. Cette hausse précède l'expansion de la circulation ¹.

Mais comment prend-elle fin?

Ici intervient le niveau fondamental ou « général » des prix. Comment se fixe ce niveau fondamental? *Il dépend en définitive des revenus permanents des consommateurs, lesquels s'analysent en salaires, intérêts, profits des entrepreneurs et rentes des propriétaires.* Si ces revenus permanents ne suffisent pas pour absorber les marchandises au prix que leur a fait atteindre le mouvement spéculatif, une baisse des prix surviendra; ce sera la crise dont l'effet est de ramener le niveau « spéculatif » au niveau normal ou « général », à celui qui est déterminé par les revenus définitifs des consommateurs.

Telle est la doctrine de Tooke dont il faut donner les termes exacts.

Ici, nous arrivons au principe fondamental qui régit les prix.

C'est la quantité de monnaie constituant les revenus des différents ordres de l'Etat, sous le nom de rentes, profits, traitements et salaires, destinés aux dépenses courantes, suivant les besoins et les habitudes des différentes classes qui, seule, forme le principe limitatif de *l'ensemble des prix* — les seuls qui puissent convenablement être appelés les prix généraux. De même que le prix de revient est le principe qui limite l'offre, de même l'ensemble des revenus monétaires consacrés aux dépenses de consommation est le principe qui limite la demande de marchandises ².

Ainsi une contradiction entre le niveau auquel la spéculation a porté les prix et le niveau auquel les revenus définitifs du public peuvent absorber la production, telle est l'origine des crises d'après Tooke. A cette conception, M. Hawtrey a fait de nos jours une objection si frappante qu'elle doit être mentionnée dès à présent. Nous allons voir une fois de plus aux prises la logique économique formelle avec l'observation des faits.

L'objection qui semble au premier abord décisive se formule ainsi : le crédit *crée lui-même des revenus*. Car les

¹ « En fait, et historiquement aussi loin que j'ai pu mener mes recherches, dans chaque exemple marquant d'une hausse ou d'une baisse des prix, la hausse ou la baisse a précédé l'accroissement ou la contraction de la circulation des billets et par conséquent ne pouvait pas en être l'effet. » (FULLARTON, p. 100.)

² T. III, p. 276.

sommes empruntées aux banques à quoi sont-elles employées? En paiement de salaires, en achats de matières premières dans le prix desquels sont compris le profit de l'entrepreneur et l'intérêt des capitaux engagés. Le *crédit crée donc lui-même les revenus avec lesquels on achètera ensuite les produits fabriqués*; ces crédits s'incorporent au coût de production et ce coût, comme Tooke le remarque lui-même, s'analyse finalement en salaires, profits, intérêts et rentes. Comment donc ces revenus ne seraient-ils pas égaux au coût de production? Comment pourraient-ils ne pas suffire à absorber les marchandises au prix même qu'elles ont coûté à produire?

Voilà l'objection en apparence irréfutable du logicien.

Mais l'économie nationale n'est pas un monde fermé où toute somme mise en circulation se retrouve nécessairement quelque part comme pouvoir d'achat des consommateurs. Chaque économie est étroitement dépendante des autres. Que la récolte soit mauvaise et que des importations importantes de blé provoquent des sorties de capitaux, les revenus ainsi détournés vers l'extérieur seront soustraits de la demande intérieure. Que survienne une crise dans les pays débiteurs de l'Angleterre, avec des suspensions de paiement, et le chiffre des revenus intérieurs est diminué. Que des débouchés extérieurs se ferment et le résultat sera identique. A l'intérieur même il suffit qu'il se produise un grand déplacement de la demande, à la suite par exemple d'une mauvaise récolte, et que les industries ayant eu recours au crédit dans la période antécédente voient diminuer la demande de leurs produits — pour que leurs prix baissent, qu'elles se trouvent hors d'état de rembourser les banques et provoquent ainsi des faillites d'où résultera la destruction d'une partie des revenus précédemment créés par le crédit. Le résultat sera le même encore si les crédits au lieu d'être à court terme ont été investis à long terme, et qu'une banque ainsi immobilisée se voit brusquement réclamer ses dépôts. Tooke mentionne une partie de ces circonstances ¹. On

¹ « La cause la plus frappante, la plus étendue et la plus regrettable est celle que l'on a signalée dans le premier chapitre de ce livre, c'est-à-dire la réduction des salaires de la population ouvrière et la grande proportion de ces salaires réduits qui est absorbée par les achats de nourriture à des prix comparativement élevés. Cette cause, dans ses ramifications, atteint également le pouvoir

pourrait en citer beaucoup d'autres qui (dans une économie qui n'est pas fermée et où même à l'intérieur le retour des crédits aux banques ne se fait ni sans frottements ni sans retard) empêchent le revenu des consommateurs de se retrouver après un intervalle de temps à un niveau exactement équivalent au coût de production des marchandises. Il suffit souvent alors d'un faible écart pour provoquer sur le marché d'un seul produit une baisse qui entraînera tous les autres cours.

Voilà ce que Tooke a parfaitement bien vu. Nous permettra-t-on d'ajouter aux siens un argument théorique qui reste valable même si l'on suppose le circuit crédit-revenu-demande jouant sans aucun frottement ni intervention de l'extérieur?

Partons de l'hypothèse initiale qu'une portion des salaires et des frais ont été payés à un certain stade de la production au moyen de crédits de banque. Un pouvoir d'achat nouveau a été ainsi créé qui doit se retrouver nécessairement dans les revenus du public et permettre une demande accrue de produits et de services, à des prix plus élevés. Au bout de quelque temps, si tout marche sans à-coups, la vente des produits, s'effectuant au prix plus élevé qui s'est établi, permettra à l'emprunteur de rembourser les crédits reçus, tout en lui laissant un bénéfice. S'il veut maintenant à ce nouveau stade poursuivre sa production, il lui faudra : 1° obtenir le renouvellement des crédits; 2° les renouveler *pour un montant un peu plus élevé*, le niveau général des prix s'étant relevé au cours de la période précédente — et ainsi de suite de période en période. En d'autres termes, la continuation de la production *au même niveau* n'est possible

d'achat de certaines classes immédiatement au-dessus des plus pauvres. L'état défectueux de notre commerce avec l'Amérique et avec la Chine est naturellement l'une des causes de la demande réduite de certains de nos produits fabriqués et du manque d'emploi qui en résulte pour les ouvriers. Il y a encore une cause, de moindre importance cependant, qui affecte le pouvoir d'achat de gens qui jouissent d'un standard de vie plus élevé. Je veux parler de la très grande portion du capital immobilisé dans les chemins de fer et dans d'autres sociétés par actions — mais surtout dans les premiers — sans donner aucun revenu immédiat. Les sommes qui y sont investies, et qui pour le présent ne donnent aucun intérêt, sont estimées à un montant de plusieurs millions. L'absence de tout revenu d'un pareil investissement pourrait, en temps ordinaire, n'avoir aucune influence sensible sur la moyenne générale des dépenses en denrées de consommation, et pourrait, en période de prospérité, être plus que compensée par les épargnes de ces différentes classes. Mais dans le cas présent, on peut la considérer comme étant l'une des causes secondaires aggravantes de la dépression. » (Tooke, III, 278.)

que si le montant des crédits *s'accroît* de stade en stade. Il arrivera donc un moment où — à *défaut d'augmentation de la base des crédits* — c'est-à-dire de l'encaisse des banques — celles-ci craignant d'épuiser leur marge — ou bien refuseront de nouveaux crédits, ou ne les consentiront qu'à des taux prohibitifs. A ce moment-là, les producteurs restreindront leur production et par là-même réduiront les revenus de ceux qui dépendent d'eux — ouvriers, fournisseurs de matières premières, etc. — De là une réduction du pouvoir d'achat qui déclenchera une crise entraînant la disparition d'une bonne partie des revenus qui n'avaient d'existence que grâce aux crédits bancaires.

Tooke n'invoque pas cet argument théorique. Il se borne à son habitude à énumérer des faits, et ceux-ci d'ailleurs suffisent à expliquer pourquoi l'objection du logicien ne porte pas. La distinction que fait Tooke entre le « niveau général » des prix et le niveau momentané qui s'établit au cours d'une « période de confiance » comme il dit, nous paraît fondamentale. Elle est d'une vérité permanente; elle permet de rendre compte des fluctuations cycliques *autour d'une courbe moyenne* qui elle-même peut s'orienter soit vers la hausse soit vers la baisse, fluctuations dont l'explication pose à l'économiste l'un des problèmes les plus difficiles ¹.

§ III. — Influence différente de l'afflux d'or sur les prix suivant que cet afflux coïncide avec une période de spéculation ou de dépression

Tooke, qui s'élève si vivement contre Ricardo, n'a jamais — comme l'ont fait plus tard certains de ses successeurs — nié l'action de l'afflux d'or ou de la création de papier-monnaie sur les prix. Il l'affirme au contraire en maint endroit ². Il est moins disposé que personne à simplifier arbitrairement les faits, ou à ramener à une seule influence les variations de prix.

Il a été vivement frappé, en particulier, des effets produits

¹ Il semble bien que les adversaires de Tooke aient été près d'accepter sa conception, si l'on en juge d'après un passage de Lord Overstone que Tooke cite avec une visible satisfaction Cf. t. III, p. 269.

² Je renvoie en particulier à la note si précise de la page 157 du tome III.

par la coïncidence d'un essor ou d'une dépression économique, soit avec un afflux d'or, soit avec une émission supplémentaire de papier-monnaie. Il les a décrits en plusieurs passages permettant encore aujourd'hui d'expliquer bien des faits qui, à première vue, paraissent en contradiction avec les expériences antérieures.

Tooke remarque d'abord que même en l'absence de monnaie de papier et *lorsque la circulation est purement métallique*, « il y a des expansions et des contractions de la circulation, sans aucun mouvement correspondant dans la base métallique »¹. Et il continue : « Mais si par suite de circonstances accidentelles, il y avait coïncidence entre une tendance à la spéculation par le moyen du crédit et un accroissement de la base métallique, une facilité nouvelle serait ainsi donnée à l'extension de la circulation et à l'esprit de spéculation. L'inverse se produirait s'il y avait une contraction de la base métallique coïncidant avec un renversement de la spéculation et le « dis- » crédit » qui l'accompagne². »

Ainsi des variations dans la rapidité de circulation de la monnaie peuvent se produire sous l'influence de la spéculation, en dehors *de toute variation dans la quantité de monnaie métallique*. Inversement les effets normaux de ces dernières variations sont tantôt renforcés, tantôt atténués par les mouvements spéculatifs, par ce que nous appellerions aujourd'hui les variations cycliques des prix. « Pour de courtes périodes, écrit Tooke, d'importantes variations de prix peuvent se produire, alors que la quantité de monnaie reste la même, et inversement, les prix peuvent rester stables, malgré des variations marquées dans la quantité de monnaie³. »

Tooke fournit ici l'explication de beaucoup de faits qui, à bien des reprises, ont surpris les économistes : l'impossibilité par exemple de ranimer par des émissions supplémentaires de billets ou la création supplémentaire de crédits une économie anémiée par la crise (cas des Etats-Unis avant 1933), — le retard que subit la hausse des prix normalement provoquée par un afflux d'or lorsque cet afflux se produit au cours d'une dépres-

¹ T. I^{er}, pp. 151-152.

² *Ibid.*, p. 152.

³ *Ibid.*, p. 156.

sion cyclique (comme on l'a vu par exemple entre 1890 et 1895), — l'atténuation des crises cycliques dans les périodes de grand afflux de métaux précieux et leur aggravation dans les périodes de production ralentie de ces métaux (si caractéristique des périodes 1873 à 1895 et 1895 à 1914).

Fullarton a décrit en détail et d'une manière saisissante comment se passent les choses lorsqu'un afflux d'or se produit sur un marché déprimé :

S'il n'y a pas eu de demande préalable d'un supplément de circulation, s'il n'y a pas de nouveau capital à distribuer, pas de nouveau débouché à ouvrir au commerce, pas de nouvelle découverte dans le domaine mécanique à mettre en exploitation, l'arrivée de l'extérieur d'un million d'or frais ne créera certainement aucune de ces choses. L'or sera vendu à la banque contre un million de billets, et ces billets auront le sort invariable de toutes les émissions de la banque, jetés sur un marché qui n'a pas d'emploi pour eux. Les détenteurs se feront aussitôt concurrence pour l'achat d'une portion des valeurs de Bourse, des bons du Trésor, des Consolidés et des traites escomptées. Sur le marché de l'escompte, ils entreront en compétition immédiate avec la Banque d'Angleterre; et en offrant l'argent à un taux d'intérêt inférieur à celui de la banque, ils seront à même d'intercepter une partie des traites qui s'acheminaient vers la banque. Les vendeurs des bons de l'Echiquier et des Consolidés, dans les mains desquels on peut supposer qu'une autre partie des nouveaux billets est parvenue, devront à leur tour trouver de nouveaux placements pour leur argent, et l'on peut s'attendre à ce que nombre d'entre eux s'adressent pour cela au marché de l'escompte: et ainsi le mouvement se propagera de proche en proche, jusqu'à ce que le marché de l'escompte ait absorbé la totalité du million. La banque, pendant ce temps, verra ses billets refluer rapidement en paiement des lettres de change qu'elle avait en portefeuille, au fur et à mesure de leur échéance, tandis qu'elle n'aura pas de nouvelles demandes d'escompte pour l'emploi de nouveaux billets et le résultat de tout cela sera qu'au bout peut-être d'une semaine, la banque se trouvera avec un million de plus en or dans ses coffres et un million de moins en traites. Aussi longtemps que la banque aura un souverain prêté à crédit, la voie du remboursement doit rester ouverte, et la banque est absolument impuissante à ajouter à la circulation un seul billet superflu ¹.

Ainsi l'or nouveau, s'il rencontre un marché déprimé, se réfugiera à la Banque et n'en sortira pas.

Cette action réciproque des variations cycliques et de l'accroissement des métaux précieux sur le niveau des prix, — si importante pour interpréter les mouvements de ceux-ci —, elle n'a été mise en lumière par personne avec autant de force que

¹ FULLARTON, p. 78.

par Tooke et Fullarton. Une fois de plus ils nous apparaissent comme les plus modernes des écrivains sur le crédit.

De même lorsqu'il s'agit d'interpréter les mouvements d'or d'un pays à l'autre, Tooke reconnaîtra sans doute avec Ricardo que les écarts des niveaux de prix ont sur ces mouvements une action durable et profonde¹. Mais cette action peut être troublée par bien des circonstances : il mentionne en particulier (outre les dérangements momentanés de la balance du commerce) la situation du marché des capitaux sur les autres places et l'état du crédit sur ces mêmes places, où il peut suffire d'une crise locale pour déterminer un drainage d'or de Londres. Autant de circonstances sur lesquelles les écrivains les plus récents — tel que M. Hawtrey — ont insisté avec raison, mais que Tooke a eu le mérite de mettre en relief, il y a déjà près d'un siècle, avec une clairvoyance supérieure. La non-coïncidence des périodes d'essor ou de dépression du crédit sur les différentes places est une des raisons principales des mouvements d'or de l'une à l'autre.

§ IV. — Influence du taux de l'intérêt sur les prix

Au cours des récentes années, la question de l'influence du taux de l'intérêt sur la reprise économique a été ardemment discutée. Une politique systématique d'abaissement du taux d'escompte a été proclamée le meilleur moyen de sortir de la crise. On n'a pas rappelé, à ma connaissance, ce que Tooke a écrit sur ce sujet. Cependant, sur ce point comme sur tant d'autres, on eût tiré avantage de ses observations. Nous retenons seulement ici les deux plus importantes :

1° Un taux d'escompte bas est impuissant à lui seul à stimuler le niveau des prix;

2° Un taux d'escompte bas peut agir sur les cours de Bourse sans agir aucunement sur le marché des produits.

La baisse du taux de l'escompte², en entraînant la hausse

¹ Cf. t. III, pp. 70 et suivantes.

² Dans tous les passages du tome II, pages 360 à 361, Tooke parle toujours du « taux de l'intérêt », mais il est visible qu'il pense au taux de l'escompte, comme cela ressort de la confrontation de ce passage avec celui du tome III, p. 153, où le taux de l'escompte est directement mentionné.

du prix des capitaux et en réduisant leur rendement, pousse à la fois les capitalistes à chercher dans des placements plus risqués un rendement plus élevé et les emprunteurs à profiter de ce taux très bas pour étendre leurs entreprises. Mais cela ne se fera qu'à une condition, « c'est qu'il y ait une coïncidence avec une tendance à une hausse spéculative des prix *due à d'autres causes*, et avec l'ouverture de nouveaux débouchés à l'esprit d'entreprise » ¹.

Il y a certainement des personnes qui, sur des informations incomplètes et avec des raisons insuffisantes, ou avec une vue trop optimiste des circonstances qui jouent en leur faveur, spéculent imprudemment. Mais le mobile ou le stimulant de leurs spéculations est l'opinion, bien ou mal fondée, qu'elles se forment de la probabilité de la hausse des prix (soit sur la base de vues personnelles, soit sur l'autorité ou l'exemple d'autres personnes). Ce n'est pas la simple facilité d'emprunter, ou la différence entre un escompte de 3 ou de 6 % qui suffisent à provoquer leurs achats ou même leurs ventes. Très peu de personnes auxquelles je pense ici spéculent autrement que sur l'espoir d'une augmentation de prix d'au moins 10 %, et les exemples sont rares où l'espoir d'une hausse de cet ordre de grandeur n'encourage pas à la spéculation, au sens où ce mot est employé ici ².

Si ces motifs supplémentaires n'existent pas, « toute opération forcée de la banque en vue d'étendre la circulation n'aurait aucun effet sur les prix » ³. Tooke invoque ici l'autorité d'un banquier célèbre, Samuel Gurney, l'un des fondateurs de la célèbre maison qui devait s'effondrer en 1866, « dont l'expérience et la connaissance du marché monétaire, écrit-il, ne sont assurément inférieures à celles d'aucune autre personne », et pour qui une addition artificielle à la circulation de la Banque n'aurait d'autre effet « que de mettre entre les mains des banquiers plus de billets qu'ils n'en pourraient utiliser; ils les enfermeraient dans leur caisse; une addition de ce genre n'entrerait pas dans la circulation, en tout cas pas plus que les transactions de Londres ne le réclameraient » ⁴.

Ainsi un taux d'intérêt bas peut encourager et soutenir un essor qui *a commencé pour d'autres raisons*. « S'il existe des motifs de spéculation en marchandises, une facilité de crédit

¹ T. II, Appendice A, p. 362.

² T. III, p. 153.

³ *Ibid.*, p. 157.

⁴ *Ibid.*, p. 156.

concomitante *peut* en augmenter l'ampleur, mais ne le fera pas *nécessairement* ¹. » Et Tooke remarque qu'un bas taux d'intérêt se trouve à l'origine de tous les cas d'« overtrading » et d'« overbanking » ².

Les événements de ces dernières années et les expériences d'*open market policy*, faites aussi bien aux Etats-Unis qu'en Angleterre au cours de la crise, ont entièrement confirmé ces idées. On a vu refluer constamment vers les banques les sommes mises « artificiellement » (c'est-à-dire contre achats de titres d'Etat) en circulation jusqu'au moment où un essor dû à la dévaluation a fini par entraîner les prix. L'observation de Tooke (qu'il ne fait pas au hasard ni en passant, mais sur laquelle il est revenu souvent) a été vérifiée une fois de plus par l'expérience.

Sa deuxième observation n'est pas moins importante : c'est que la baisse du taux de l'escompte, si elle est impuissante à faire hausser à elle seule le prix des marchandises, peut très bien agir *sur le cours des valeurs de Bourse*. Cette opposition entre les deux marchés, celui des denrées et celui des titres, est de la plus grande importance et n'a jamais été faite avant Tooke ³.

Quand le taux d'intérêt du marché baisse, sans qu'il y ait eu précédemment une hausse équivalente du cours des titres d'Etat, il peut se produire une hausse des fonds publics telle que l'on croie à un effet de la spéculation; en de pareilles occasions, l'estimation anticipée des cours auxquels ces fonds doivent parvenir peut être exagérée, mais la raison de la hausse réside essentiellement dans une tendance à l'ajustement des cours des différents titres au nouveau taux d'intérêt. D'autre part, une hausse du taux d'escompte, surtout si elle s'accompagne d'appréhensions d'ordre politique, tend nécessairement à faire baisser le cours de toutes les valeurs indépendamment de toute contraction forcée de la circulation par la banque. En réalité, le « tour de vis », expression moderne pour désigner l'élévation du taux de l'escompte, n'est rien de plus que le fait par la banque d'avoir suivi la hausse du marché (c'est-à-dire du marché hors banque); la principale et légitime accusation portée contre cet établissement ayant été, non pas d'avoir élevé le taux sans nécessité ou trop tôt, mais de n'avoir pas suivi cette hausse assez rapidement ni avec un effet suffisant... *Mais ces effets des variations de la circulation et du taux de l'intérêt sur le cours des valeurs n'ont rien d'analogue en ce qui concerne le marché des denrées.*

¹ T. III, p. 166.

² T. IV, p. 271.

³ T. III, p. 165

Cette distinction entre les effets d'un afflux monétaire sur le marché des capitaux et sur celui des marchandises, on pourrait l'illustrer de nombreux exemples récents. L'un des plus remarquables a été fourni par la France lors du grand reflux de capitaux provoqué en 1926 par la hausse du franc, suivie de sa stabilisation de fait. Le reflux de capitaux français et l'investissement de capitaux étrangers en France a pris à ce moment d'énormes proportions. Il a coïncidé avec une crise commerciale et industrielle tenant à la hausse du franc, crise qui s'est d'ailleurs rapidement atténuée dès que le franc a été stabilisé de fait. Or les sommes énormes qui sont entrées en France en 1927 ont toutes été employées *sur le marché des capitaux*; aucune hausse des prix des marchandises ne s'est produite à ce moment. Les fonds qui affluaient en France y étaient introduits avec la seule idée de profiter à la fois de la hausse escomptée des cours de Bourse qui s'est effectivement produite, et d'une hausse plus accentuée du franc que les spéculateurs espéraient mais qui n'a pas eu lieu. La hausse des cours de Bourse a pu se poursuivre longtemps tandis que les prix des marchandises restaient stables.

Une fois de plus, ici, l'expérience de Tooke lui a permis d'apporter des observations singulièrement fécondes pour l'interprétation des phénomènes du marché monétaire, mais trop vite oubliées par ses successeurs.

§ V. — L'Act de Peel de 1844 et la controverse des *Currency* et *Banking Principles*

Comment s'expliquer alors le succès final de la *Currency School* et son triomphe dans l'Act de Peel, malgré l'incontestable justesse des idées de Tooke et le fait que la plupart des économistes sur le Continent, et, en Angleterre, des hommes comme J. Stuart Mill allaient se rallier à sa doctrine?

Il faut invoquer ici l'influence prépondérante des faits et des sentiments qui plus que les raisonnements déterminent les décisions des hommes d'Etat.

Peel se trouvait en face d'un problème qui agitait profondément l'opinion publique. Les crises se succédaient. Elles

étaient accompagnées généralement d'un accroissement des billets en circulation — puis, brusquement, certaines banques faisaient faillite et les porteurs de billets, qui souvent n'avaient jamais eu de contact avec aucune banque, se trouvaient frustrés. On avait aussi devant les yeux le spectacle des crises américaines et des faillites innombrables de banques qu'elles avaient entraînées. On avait celui de tant de banques anglaises. Sans doute, en théorie, on pouvait soutenir que le dépôt en compte courant était l'équivalent du billet, que le billet revenait de lui-même à la banque quand il était surabondant, qu'ainsi la circulation se réglait d'elle-même, et qu'on ne pouvait imposer les billets au public. Mais en fait qui pouvait contester les abus du crédit? Tooke lui-même était obligé de les reconnaître. Si la correction de beaucoup de banquiers était à l'abri de tout reproche, combien par contre profitaient des périodes d'essor pour faire des crédits exagérés, pour offrir leurs services à des taux d'intérêt infimes. La concurrence des banques accroissait leur tendance naturelle à inciter le public à prendre du crédit chez elles. De plus, la multiplicité des divers types de billets était gênante. Accepter un chèque en paiement, c'est faire confiance à la personne qui vous le remet et qu'on connaît. Accepter un billet c'est faire confiance à une banque inconnue, dont le crédit n'est apprécié que par ouï-dire. De là *le besoin d'unité du billet de banque* qui a fini par triompher de toutes les résistances et par imposer partout l'unité de la banque d'émission.

Voilà sans doute les raisons toutes pratiques qui ont décidé Robert Peel à accepter les principes de la Currency School.

A cet égard, et lorsqu'il s'agissait simplement de limiter le droit d'émission des banques privées et de préparer le monopole de la Banque d'Angleterre, il n'y avait d'ailleurs pas de divergence entre les deux écoles. Tooke était partisan de la réglementation du billet et du monopole de la Banque d'Angleterre. Il était d'accord avec ceux qui allaient répétant partout : *freedom of banking is freedom of swindling*.

Au fond, et sans que cette pensée soit formulée d'une manière parfaitement claire, le billet de banque apparaît dès lors comme un instrument de circulation privilégié, chargé de satisfaire aux besoins *anormaux du crédit*, réservé pour les

circonstances exceptionnelles et fournissant une soupape dans les moments de tension monétaire. L'identité théorique des instruments de crédit est une chose. L'identité de leur fonctionnement pratique en est une autre. En réservant l'émission du billet à une seule banque, on donnait à cette banque des moyens d'action que les autres n'avaient pas et aussi des moyens de contrôle. On confirmait le rôle de Banque centrale « nationale » que l'histoire avait peu à peu confié à la Banque d'Angleterre et, ce qui était essentiel, on unifiait la circulation du pays.

Avec le recul du temps, c'est cet aspect de l'Act de Peel qui nous paraît aujourd'hui le plus important. L'évolution de tous les grands pays allait confirmer ultérieurement l'utilité d'une banque centrale munie du privilège d'émission.

Mais la controverse des deux écoles a porté beaucoup moins sur ce point où elles étaient au fond d'accord, que sur l'organisation de la Banque d'Angleterre elle-même. Ici, Peel a accepté des principes dont l'histoire a démontré l'erreur, et ce sont ces principes que Tooke et Fullarton ont attaqués avec des arguments dont personne ne discute plus le bien-fondé.

La Currency School, suivant aveuglément les suggestions de Ricardo dans son projet de 1823, réclamait deux mesures :

1° la séparation de la Banque d'Angleterre en deux départements : un département de l'émission et un département bancaire;

2° la couverture intégrale des émissions par des espèces ou des lingots, sauf une petite portion représentée dans les caisses de la banque par des titres d'Etat.

C'est sur ces deux points que les deux écoles se sont surtout affrontées. Ce sont justement ceux qui aujourd'hui ont perdu tout intérêt.

D'abord, après quatre-vingts ans, l'une et l'autre de ces mesures ont été abandonnées en fait sinon en droit. La Banque d'Angleterre, à côté de son bilan légal, publie depuis quelques années un bilan semblable à celui de toutes les banques d'émission et où les deux départements sont confondus. Par ailleurs les nouvelles lois votées depuis la guerre permettent en fait à la Banque de dépasser le montant légal de l'émission non couverte par l'encaisse métallique toutes les fois que le besoin s'en fait

sentir. La réserve de billets non encore émis au moyen de laquelle la Banque d'Angleterre fait crédit, c'est-à-dire sa « marge d'émission », autrefois complètement inélastique, est devenue aujourd'hui aussi élastique que celle de n'importe quelle autre banque ¹.

Cette élasticité de l'émission que Tooke désirait si vivement, la Banque d'Angleterre l'a donc reconquise. La controverse est tranchée. L'Act de Peel n'est plus guère qu'un souvenir. On peut assurer aujourd'hui — et plusieurs publicistes l'ont dit alors — que ce régime était l'un des plus déraisonnables qui aient jamais été conçus : il a fallu pour le faire fonctionner tout l'admirable sens pratique des Anglais, l'habileté des gérants de la Banque et parfois aussi la coopération des Banques continentales. Mais il serait oiseux d'en discuter davantage le principe.

Rappelons simplement en quelques mots — et par souci d'être complet — l'idée maîtresse qui a guidé les promoteurs de l'Act, et en particulier Lord Overstone.

Partant de l'idée fausse que le billet de banque est une monnaie, tandis que les autres instruments de crédit n'en sont pas, — partant de cette autre idée que les hausses de prix (même dans un régime de convertibilité du billet) sont la conséquence d'une émission exagérée de billets de banque (confondus avec le papier-monnaie) — partant enfin de l'idée que les crises résultent de l'excès de l'émission de papier — (autant de propositions dont Tooke et Fullarton ont démontré l'inanité) — Lord Overstone en concluait que le moyen d'éviter les crises était de *calquer la circulation du papier sur ce qu'AURAIT ÉTÉ* une circulation purement métallique — (comme si dans un système de circulation métallique les crises étaient évitées). Or, comment se manifeste un excès de circulation métallique? Par des sorties de métal précieux et par une hausse des changes étrangers. Le symptôme est le même dans un régime « mixte » où la circulation est assurée à la fois par de la monnaie métallique et des billets de banque. (Encore

¹ Nous renvoyons le lecteur à la série des actes législatifs qui ont, après la guerre, modifié le régime légal de la Banque d'Angleterre. Il suffit de rappeler que la Banque n'a plus besoin de consulter à l'avance le Chancelier de l'Echiquier pour augmenter sa circulation en cas de nécessité et que le consentement de la Trésorerie lui est assuré dans tous les cas.

une conception absurde que ce régime mixte puisque, même sans billets de banque, la circulation en espèces n'est jamais la seule circulation monétaire). Dès que ce symptôme se manifeste, il faut donc contraindre le public à réduire le montant des billets de banque. C'est ce que l'on fera si la quantité des billets est strictement limitée, et si l'on ne peut se procurer de l'or que contre des billets de banque. Le public sera conduit nécessairement à prendre des billets dans la circulation pour avoir de l'or. Ainsi l'on obtiendra une réduction automatique de la circulation.

Telle est la doctrine de Lord Overstone. Elle se heurtait à toutes sortes d'objections, dont la principale était la suivante : dans un système développé de crédit, comme celui de l'Angleterre, les banques se procurent des billets en vue d'obtenir de l'or *non pas en puisant ces billets dans la circulation*, mais en faisant réescompter leur portefeuille à la banque elle-même. Le mécanisme prévu par la Currency School, basé sur l'idée d'un prélèvement sur la circulation existante des billets, est donc inopérant. Lord Overstone méconnaissait — comme on le verra au chapitre IX — le rôle de Banque centrale joué dès ce moment par la Banque d'Angleterre. Ce qui diminuera la circulation ou même ce qui *corrige les excès de crédit*, ce sera uniquement le renchérissement du crédit, c'est-à-dire la hausse du taux de l'escompte.

C'est donc, dans la pensée de Tooke, la hausse du taux de l'escompte jointe à une forte encaisse qui permettra à la Banque d'Angleterre d'atténuer les effets d'une crise et de l'empêcher de se développer.

La simple limitation des billets ne fera que rendre *la crise plus aiguë*, car le rôle du billet est justement de fournir en temps de crise une monnaie supplémentaire et momentanée permettant d'éviter les faillites et les catastrophes. Cette idée de l'élasticité nécessaire d'un système de crédit est l'une de celles auxquelles Tooke tient de plus.

La crise de 1847 allait consacrer entièrement cette conception, en obligeant la Banque à demander à la Trésorerie l'autorisation de dépasser le montant légal de ses billets et en démontrant ainsi trois ans après sa promulgation l'inefficacité de l'Act de Peel.

§ VI. — Répercussions en France de la controverse
sur les *Currency et Banking Principles*
L'émission du billet « droit régalien »

Les discussions suscitées par l'Act de Peel ne semblaient susceptibles d'aucune répercussion en France.

Rien de plus dissemblable en effet que le régime du crédit chez nous et en Angleterre, au moment où la controverse bat son plein.

En Angleterre, à côté de la Banque centrale, dont le billet depuis 1833 a cours légal, existent non seulement de nombreuses banques d'émission locales qui ont fait du billet un instrument de paiement universellement employé, mais des sociétés de crédit de plus en plus puissantes qui ont généralisé l'usage du chèque¹, et dont la première est la London and Westminster Bank créée par Gilbert en 1833. L'ensemble du pays est « thoroughly banked », « banquifié à fond », comme dira plus tard Robert Giffen. L'unité du marché est réalisée par l'habitude de toutes les banques d'avoir à Londres leur correspondant et d'y entretenir des dépôts, tandis que les banques londoniennes, grâce au Clearing House, réduisent à peu de chose les paiements comptants dans les transactions de la place. Enfin un marché « hors de banque », appuyé sur les grandes maisons d'acceptation, escompte les traites internationales et fait de Londres le centre déjà incontesté des règlements mondiaux et des emprunts étrangers.

Tout cela est inconnu en France. Sous Louis-Philippe, comme sous l'ancien régime, les paiements en espèces continuent à jouer un rôle prépondérant. La circulation métallique est abondante, le stock dépassant de beaucoup celui de l'Angleterre. Il est composé en grande partie de monnaies d'argent, réparties entre une masse de petits et moyens propriétaires ruraux, d'artisans et de manufacturiers moyens, qui ont l'habitude de conserver par devers eux des sommes importantes en métal. Balzac, observateur perspicace, nous montre, dans un de ses romans, le notaire Crottat cachant chez lui 400.000 francs

¹ On en trouve la description détaillée dans l'ouvrage de Fullarton.

qui l'exposeront d'ailleurs à être assassiné. Les notaires dans les campagnes et dans beaucoup de villes sont les vrais intermédiaires du crédit et leurs opérations se font exclusivement en espèces.

La Banque de France et les rares banques départementales sont seules habilitées à émettre des billets. La Banque avait eu à ses débuts de la peine à escompter en billets. Le public exigeait des espèces. Napoléon, écrivant à Mollien à propos de la succursale du Havre, insiste pour que les escomptes se fassent « en billets ». D'autre part, la Banque n'escompte que le papier sur Paris; et les banques départementales n'émettent leurs billets que contre des traites tirées sur la place même où elles fonctionnent. Il existe à Paris un certain nombre de grands banquiers — ceux qui constituent la Haute Banque — faisant des opérations financières, escomptant des traites sur l'étranger, servant de correspondants aux escompteurs de province, mais aucun n'émet de billets et le chèque reste inconnu. Celui-ci est réservé à quelques très grands personnages du monde financier. Ici, encore, Balzac nous renseigne quand dans *Splendeurs et Misères des Courtisanes*, il montre le baron de Nucingen tirant de sa poche pour se sortir d'embarras, dans une occasion délicate où des escrocs lui mettent le couteau sur la gorge, un carnet d'où il retire « un de ces petits carrés de papier imprimés que la Banque donne aux banquiers et sur lesquels ils n'ont plus qu'à remplir les sommes en chiffres et en toutes lettres pour en faire des mandats payables au porteur »¹. C'est la description du chèque. Encore se voit-il refuser son petit carré de papier par le bénéficiaire déifiant qui exige des billets. En province, dans les villes commerçantes, des escompteurs réunissent le papier à recouvrer sur les différentes places et remettent en échange soit des traites sur Paris soit des billets. Mais beaucoup de leurs opérations se font encore en espèces.

Car loin de surabonder, le billet de banque ne circule qu'en quantité très faible. En 1840, le total des billets de la Banque de France et des banques départementales ne dépasse pas 250 millions, dont 50 millions à découvert. Le billet est moins un instrument de crédit qu'un moyen commode de

¹ Cf. *Splendeurs et Misères des Courtisanes*, dans l'édition de La Pléiade.

transporter de grosses sommes d'argent ¹. La coupure minima n'est abaissée de 500 à 200 francs qu'après 1840.

De cet emploi restreint du billet, la Banque de France est en partie responsable. Le remboursement en espèces n'en est exigible qu'à Paris. Aussi, en province, le billet est-il, à part quelques régions, presque inconnu; « en France, écrit Rossi, la majorité des départements ne connaît pas le billet de banque ». Il est considéré comme une simple traite sur Paris et subit une dépréciation parfois supérieure à la traite, parce que le risque de perte ou de vol est plus grand, le billet étant au porteur tandis que la traite s'endosse. Aussi, pour s'assurer contre ces éventualités, l'expédie-t-on déchiré ². C'est pour cette raison que la Banque décide en 1839 d'émettre des billets à ordre, endossables et payables à quinze jours.

Il arrivait couramment qu'on refusât en province le billet de la Banque de France, — ce qui faisait réclamer dès lors par Courcelle-Seneuil, qu'on lui conférât « cours légal », comme au billet de la Banque d'Angleterre depuis 1833 ³.

A côté de la Banque, quelques « caisses » — car la Banque de France leur interdit de prendre le nom de banque — ont essayé de créer des titres circulants. La plus connue est la Caisse Lafitte, fondée par le célèbre banquier. Elle émet des effets *portant intérêt* et à courte échéance (elle émet aussi des billets à trois mois sans intérêt). Mais la circulation d'effets de ce genre, malgré le petit avantage que leur confère l'intérêt, est nécessairement restreinte, d'autant plus que leur remboursement n'est, comme celui du billet de la Banque de France, exigible qu'à Paris ⁴.

¹ En 1846, la Banque crée des billets de 5.000 francs qui n'ont pas d'autre raison d'être que cette commodité.

² Cf. RAMON, *Histoire de la Banque de France*, p. 179.

³ Cf. COURCELLE-SENEUIL, *Le Crédit et la Banque*, brochure, 1840, p. 86. Dans une brochure anonyme publiée à la même date chez Guillaumin, sous le titre *Des Banques en France, Nécessité d'une Enquête avant de renouveler le Privilège de la Banque de France*, on lit à la page 55 : « Le billet exigible seulement à Paris, ne produisant aucun intérêt, quelle que soit la durée pendant laquelle on le garde, les embarras de remboursement et la crainte de l'égarer dans un envoi sur Paris font refuser chaque jour dans beaucoup de provinces la monnaie de papier de la Banque de France, et ne la feront accepter dans d'autres que comme une espèce de marchandise pour laquelle il faut chercher un acheteur à prix débattu, ce qui occasionne au porteur du papier une perte qui dans beaucoup de départements va jusqu'à 1 % ».

⁴ Sur cette Caisse, cf. VERGEOT, *Le Crédit comme stimulant et régulateur de l'industrie*, pp. 214 et suiv.

Malgré ce fractionnement des sources de crédit, il existe cependant un élément d'unité dans la circulation et de centralisation pour le marché monétaire. Cet élément n'est pas le billet de la Banque de France, mais la *traite sur Paris*. Comme au XVIII^e siècle, — mais dans une bien plus ample mesure, — Paris est devenu la Chambre de compensation de beaucoup des paiements qui se font en France de place en place, et la *traite sur Paris* en est l'instrument. « Il est dans notre organisation politique et financière, écrit Clapier en 1844, une force secrète qui tend à concentrer tout le numéraire de la France à Paris : c'est à Paris que se dépense près de la moitié du budget, c'est à Paris que se réunissent et se défont les plus grandes fortunes; c'est en papier sur Paris que se règlent et se soldent la plus grande partie des opérations commerciales du pays ¹. »

Gustave d'Eichthal déclare à la Chambre en 1848 :

Il semble qu'il y ait en France deux êtres distincts et séparés : Paris, qui fait ses affaires spéciales, et les départements, qui font les leurs. On nous dit toujours que, si la Banque de France avait des comptoirs partout, elle sacrifierait les départements à Paris. Rien de plus loin de la vérité : il n'y a qu'un corps, qu'un seul, avec ses membres : Paris et les autres villes. Et voyons comment se font les grandes opérations de banque. Les cotons qu'on achète aux Etats-Unis pour Le Havre, comment sont-ils payés ? Par des traites sur Paris. Les étoffes fabriquées que Lyon envoie en Amérique, comment s'en font les retours ? Par du papier sur Paris. Ce que je dis du commerce étranger, je le dirai des relations de ville à ville. Paris est un grand centre de liquidation des affaires du pays : il s'agit d'organiser et d'étendre ce grand instrument d'une manière plus utile pour tous; il ne s'agit pas de monopole ni de despotisme; il s'agit de l'unité du papier de circulation, de la plus grande égalité possible du taux de l'intérêt et du change, de la réduction de la plus grande partie des frais de transport des capitaux d'une place à l'autre ².

Le papier sur Paris est donc le grand élément d'unité dans l'organisation monétaire française, et comme ce papier est escomptable à la Banque de France, il se trouve qu'automatiquement celle-ci est devenue le réservoir monétaire central auquel on puise dans les moments difficiles ³. Il suffirait donc

¹ CLAPIER, *Des Banques aux Etats-Unis, en Angleterre et en France*, brochure 1844, p. 49.

² Discours de M. d'Eichthal à la Chambre des Députés, séance du 22 février 1848 (Wolowski, p. 496, 2^e paragraphe).

³ Une excellente description de cette centralisation monétaire par la Banque de France se trouve dans le remarquable article, que nous avons déjà cité, d'un

d'étendre le rôle de celle-ci, d'augmenter le nombre de ses comptoirs, d'acclimater partout son billet pour que celui-ci se substitue à la lettre de change sur Paris, et devienne en France le grand instrument de circulation et le grand instrument de crédit. C'est ce que Léon Faucher exprime avec une clarté remarquable dans cette même discussion de 1848 :

Ainsi, quoique nous ayons un système qui paraisse comporter concurremment l'existence d'une banque centrale se ramifiant vers les divers points du territoire, et des banques départementales, sans lien, comme sans contrôle, le monopole à côté de la liberté, nous voyons peu à peu les faits graviter vers l'établissement d'une banque unique. Ces banques départementales que l'on avait voulu isoler les unes des autres, finissent par prendre leur point d'appui à la Banque de France. Au lieu de se borner à l'escompte du papier de la place qu'elles représentent et sur laquelle elles ont le privilège d'émettre leurs billets, elles en sont venues à négocier le papier sur Paris, et par ce moyen, elles ont avec la Banque de France, soit directement, soit indirectement, des rapports très suivis. En 1847, l'escompte du papier sur Paris par les banques départementales s'est élevé à 206 millions, c'est-à-dire à quelque chose comme le quart de leurs opérations. Quand les banques départementales ont besoin de se procurer des espèces, elles négocient ce papier au comptoir de la banque le plus voisin, ou encore à des banquiers parisiens qui vont eux-mêmes puiser les espèces dans le grand réservoir, dans les caisses de la Banque de France qui, surtout dans les moments difficiles, devient le point d'appui des établissements locaux. Les banques départementales se trouvent ainsi transformées en comptoirs de la Banque de France, avec cette différence qu'elles ne donnent aucune garantie à la Banque elle-même, ni au public. La Banque de France n'a aucun contrôle sur leurs opérations; elle est forcée, pour ainsi dire, par la raison d'Etat, par un motif de salut public, de venir à leur secours quand celles-ci periclitent, parce qu'elle sait, parce que tout le monde sait qu'il y a une solidarité étroite entre les établissements de crédit, et que la ruine d'un seul serait un danger pour tous les autres. Ainsi, la banque unique, ou pour mieux dire, la banque centrale est bien près de se trouver en France un fait accompli. Ne vous en étonnez pas, cela dérive de la nature des choses¹.

Le problème en France n'est donc pas de restreindre l'usage du billet, mais de l'étendre, ni de comprimer le crédit mais de le développer, et le moyen le plus efficace consiste à donner au billet de la Banque de France, qui jouit déjà de la confiance du public, une plus grande extension.

sous-gouverneur de la Banque, M. Gauthier, publié dans l'*Encyclopédie du Droit* en 1839, t. I, pp. 584 et 601.

¹ Discours de M. Léon Faucher, à la Chambre des Députés, séance du 21 février 1848 (WOLOWSKI, p. 482, dernier paragraphe).

C'est par là, par le monopole que l'Act de 1844 avait pratiquement assuré à la Banque d'Angleterre, que la controverse de la *Currency* et de la *Banking School* intéresse la France, et nullement par les restrictions que cet Act imposait à la Banque d'Angleterre.

C'est avec ces souvenirs présents à l'esprit qu'il faut parcourir la littérature française de cette époque sur les banques.

Naturellement, le groupe saint-simonien a fourni le premier les idées-germes dont le développement au cours du siècle devait agir si fortement sur l'organisation économique de la France. Celles de ces idées qui sont relatives à la fourniture de capitaux à long terme sont si connues qu'elles n'ont pas besoin d'être rappelées ici. Leur réalisation dans la création des chemins de fer et plus tard dans le *Crédit mobilier* des Pereire a eu un retentissement universel.

Mais les Saint-Simoniens ont pensé aussi au crédit à court terme et ils ont développé en matière de billet de banque une conception originale. Enfantin en est l'auteur. Le succès pratique ne l'a pas couronnée et il faut avouer que le Saint-Simonisme a été en cette matière moins perspicace que dans beaucoup d'autres. Enfantin part de l'idée (qui est celle même de Mollien) que le billet à vue est une simple représentation des lettres de change. Mais ce billet présente pour le porteur, comme pour la Banque qui l'émet, un danger, puisque la représentation du billet ne se trouve jamais complète dans les caisses de la Banque. De là les hausses de taux d'escompte, par lesquelles la Banque cherche à protéger son encaisse et qui sont, croit-il, à la source des crises commerciales et industrielles. Procédons autrement. La Banque, « au lieu de billets payables à vue, remettra, en échange des effets escomptés par elle, des billets payables *aux mêmes échéances que ces effets* et portant un intérêt inférieur au taux de l'escompte. Les échéances de ses remboursements coïncidant toujours avec les époques de ses rentrées, elle sera déchargée du souci du rapport aujourd'hui incessamment oscillant de sa circulation avec sa réserve métallique. En soumettant le billet à une échéance déterminée, on pourrait craindre de porter atteinte à ses propriétés de circulation; mais on les lui rendra en y attachant un intérêt. Dès lors, on aura supprimé les hausses

brusques de l'intérêt, comme les restrictions soudaines de l'escompte consenti, par conséquent les perturbations économiques qui ont pour cause la constitution vicieuse des banques existantes »¹.

En fait, c'est la conception des billets de la Caisse Laffitte dont on sait qu'ils n'ont guère eu de succès. Le même type de billets fut émis ensuite par le Crédit mobilier², mais en petite quantité.

Entre ces billets et les comptes courants disponibles par chèques, la différence n'est pas grande. Elle est assez grande cependant pour que l'extension en soit très difficile. Le premier porteur du billet qui est en même temps demandeur de crédit, par le fait même qu'il l'accepte, prouve son adhésion au système; par contre, les personnes auxquelles on l'offre ensuite en paiement préféreront généralement une monnaie *immédiatement disponible*, et *immédiatement convertible* en espèces : ce qui est le cas du billet à vue ou du chèque. La circulation des billets à échéance est donc limitée (malgré l'attrait de l'intérêt) à un cercle de personne beaucoup plus étroit que celui des billets à vue.

Les Saint-Simoniens n'ont pas vu que l'émission du billet est simplement la mise en circulation de *sommes existantes* et qu'il fournit le moyen de substituer de l'argent comptant à l'argent à terme. Il est bien un titre de crédit, mais un titre de crédit *à vue*, ce qui lui confère son aptitude à la circulation.

La conception du billet de banque d'Enfantin est calquée sur sa conception du crédit à long terme. De même que l'on émet des obligations de chemin de fer remboursables au terme de la concession, pour fournir les capitaux nécessaires à leur construction, de même on émet des billets de banque portant intérêt en contre-partie des effets de commerce et d'une échéance égale à celle de ces effets. Le billet de banque est une sorte d'obligation à court terme émise par la banque dans le public pour se procurer les fonds nécessaires à financer les lettres de change. C'est le public dans les deux cas qui apporte son épargne. Dans notre conception au contraire, le billet est

¹ Cité par J.-B. VERGEOT, *Le Crédit comme Stimulant et Régulateur de l'Industrie*, Paris, Jouve, 1918, p. 104. Cet excellent volume est une histoire des conceptions saint-simoniennes sur le crédit.

² VERGEOT, p. 158.

une représentation de la monnaie même que la banque fait circuler et qui lui est constamment redéposée. Enfantin a appliqué le même principe aux comptes courants qui dans sa pensée devaient porter intérêt, « sous la condition que les sommes déposées ne seraient exigibles que trois mois ou même six mois après le jour du dépôt¹ ». Cette idée était encore soutenue par Walras en 1885, et presque dans les mêmes termes².

Après la disparition de l'école saint-simonienne, il faut, pour retrouver un mouvement d'idées un peu important relatif aux questions bancaires, attendre le renouvellement du privilège de la Banque de France en 1840.

Les brochures et les articles se multiplient à ce moment et leur concordance avec les discours prononcés à la Chambre des députés et à la Chambre des Pairs est frappante³.

Tous s'accordent sur un point : l'insuffisance du crédit en France et la nécessité de le développer. De cette insuffisance, on fait grief aux circonstances, mais aussi à la Banque de France à laquelle on adresse des reproches assez durs : « Il est difficile », écrit en 1844 Courcelle-Seneuil, qui jusqu'à la fin de sa vie a toujours gardé la même mauvaise humeur à l'égard de la Banque, « de se faire une idée de la terreur qu'elle inspire au monde commercial. Cette terreur étouffe les réclamations et même les plaintes, comme ont pu s'en convaincre les personnes qui ont voulu prendre sur elle des informations. » Il lui reproche l'exigence de la troisième signature comme rendant néces-

¹ Article du *Producteur* de 1828 sur les *Banques d'escompte*.

² « Il ne faut pas que les titres de propriété du capital circulant servent de monnaie; il faut que ces titres soient dans les portefeuilles de capitalistes créateurs d'épargnes tout comme les titres de propriété du capital fixe. Il faut que l'escompte se fasse au moyen de dépôts à trois mois, portant intérêt, effectués en banque. » WALRAS, *Etudes d'Economie appliquée* (Réimpression de 1936, p. 47).

³ Il est regrettable que M. Ramon dans son livre d'ordinaire bien documenté sur la Banque de France n'ait pas tenu compte de cette littérature, cependant très intéressante, — mais en général fort critique, sur la politique si étroite de la Banque de France. En dehors des auteurs que nous citons en note ou dans le texte, en dehors des orateurs notoires qui ont pris part aux remarquables discussions parlementaires de 1840 et de 1848, — et dont les discours sont reproduits dans le livre de Wolowski sur les banques — il y a des écrivains moins connus tels que d'ESTERNO (*Des Banques départementales*), COURTET DE L'ISLE (*Du Crédit en France*), LOUIS DE NOIRON (*Des Banques en France*) et d'autres dont les brochures donnent un aperçu très intéressant du système de crédit fonctionnant en France à ce moment. Surtout il ne faut pas oublier GAUTHIER, dont l'article sur *La Banque de France* dans l'*Encyclopédie du Droit* de 1839 est le travail le plus étendu, le plus complet, et le plus intelligent qui ait été écrit sur la Banque de cette époque.

saire « le secours d'un intermédiaire payé fort cher ». Mais surtout le crédit n'est guère connu que dans les grandes villes et parmi les principales maisons de commerce, le reste des producteurs ne l'obtient qu'à un prix exorbitant ¹. Rossi, dans son discours à la Chambre des Pairs, exprime la même opinion :

La France, loin d'accorder aux papiers de crédit une confiance illimitée, leur oppose une défiance peut-être excessive... Chez nous, il s'agit de rassurer, d'encourager, plutôt que d'effrayer et de contenir. Il faut pour cela un système de garanties qui tranquillise même les esprits prévenus; il faut que l'exemple rassurant de ce qui est fait entrevoir sans crainte les progrès qui pourront peut-être se réaliser un jour ².

Ainsi, tout le monde est d'accord pour étendre le crédit au lieu de le restreindre. C'est sur les moyens seulement que l'on diffère. En traversant la Manche, la discussion entre le *Currcncy* et le *Banking Principle* change complètement d'aspect.

Il y avait un point sur lequel, en Angleterre, Tooke et Lord Overstone s'entendaient parfaitement : c'est sur la nécessité d'une réglementation pour les banques d'émission. Aucune des deux parties — et en cela elles reprenaient les idées d'A. Smith — n'admettaient la liberté pure et simple. L'utilité d'un monopole de la Banque d'Angleterre n'était discutée par personne.

En France, l'école libérale, avec le dogmatisme qui l'a toujours caractérisée, représentée surtout par Chevalier et Courcelle-Seneuil, transporta toute la polémique sur un terrain nouveau : liberté des banques ou monopole de la Banque de France. Controverse sans réel intérêt pratique puisque les banques d'émission provinciales ne jouaient en fait qu'un rôle insignifiant et qu'elles n'auraient pas pu vivre sans l'appui de la Banque de France. Les débats parlementaires de 1848 montrent que ce sont les succursales de la Banque de France qui leur fournissaient l'or dont elles avaient besoin. Controverse où d'ailleurs la position de Tooke se trouvait complètement faussée, car ce que Tooke avait demandé c'était l'élasticité de l'émission, mais non la concurrence des banques d'émission ³.

¹ COURCELLE-SENEUIL, *op. cit.*, p. 68.

² Cité par Wolowski, p. 190.

³ WOŁOWSKI, *ibid.*, p. 324 : « Faute d'avoir distingué le principe de la libre

Les partisans du monopole de la Banque de France saisirent avec ardeur l'occasion. Au nom du *Currency Principle*, ils réclamèrent le monopole. Ils acceptèrent (avec cependant des nuances, comme chez Rossi par exemple) la notion fautive du billet de banque identique au droit de battre monnaie et réclamèrent ce droit pour un seul établissement placé sous le contrôle de l'Etat. Mais de ce privilège, ils attendaient non pas une restriction de l'emploi du billet, bien au contraire une extension. La France gardait sa vieille défiance enracinée à l'égard des assignats. Pour qu'elle acceptât le billet de banque, il fallait que celui-ci se présentât avec de telles garanties de sécurité, inspirât à tous une telle confiance que le plus timide ne pût refuser de le recevoir. Il fallait aussi l'*unité du billet* et, pour cela, le monopole était indispensable. L'émission ne pouvait être faite que par une seule banque, et cette banque devait être entourée d'un tel prestige, bénéficier d'un « standing » si incontesté que le refus du billet apparût comme une chose ridicule.

Dans cette controverse, tranchée en fait par la Révolution de 1848, mais soulevée de nouveau en 1863 par l'incident de la Banque de Savoie, Michel Chevalier se constitua le défenseur de la liberté. Courcelle-Seneuil, Courtois, soutenaient la même cause. En face d'eux, Rossi, Wolowski, d'Eichthal étaient partisans énergiques du monopole. On se jetait à la tête l'exemple du succès des banques écossaises d'un côté, de l'échec des banques américaines de l'autre.

Ce que les partisans du monopole empruntent à la *Currency School*, c'est l'opposition tranchée entre la fonction d'émission remplie par les « banques de circulation » et la fonction d'escompte ou fonction commerciale qui à leurs yeux doit rester libre, parce qu'elle n'intéresse pas le grand public¹.

expansion des billets en harmonie avec les besoins du commerce et celui de la libre concurrence en matière d'émission ceux qui ont invoqué en faveur de ce dernier système l'autorité de Tooke ont commis une singulière méprise. »

¹ « Séparer l'émission de l'escompte, l'assujettir à des règles sévères... et donner pleine liberté à celui-ci (l'escompte), tel était le point de départ des plans de réformes qui distinguaient ce qui dans une banque de circulation est par essence l'exercice d'une sorte de fonction publique, de ce qui reste dans le domaine d'une fonction privée. Telle avait été l'idée fondamentale de l'Act

C'est de cette controverse que date la séparation absolue faite par la plupart des économistes français et presque tous les hommes de la pratique entre le billet de banque et le chèque, en dépit des arguments décisifs apportés par Tooke et Fullarton.

Mais, et c'est assez piquant, ils n'ont jamais demandé pour la Banque de France la limitation de l'émission. La Banque était organisée sur le plus pur « banking principle » puisqu'elle n'avait ni limite minima fixée à son encaisse, ni proportion minima entre l'encaisse et l'émission, ni maximum à l'émission. Elle jouissait donc de la plus parfaite liberté d'allures et n'avait à se préoccuper que des besoins commerciaux et de la situation monétaire à chaque moment ¹.

Ainsi à travers des controverses toutes théoriques, la France organisait pour elle-même un système bancaire, très différent du système anglais — ou correspondant au système anglais tel qu'il avait, à ses débuts, fonctionné au XVIII^e siècle : une banque centrale parfaitement libre dans son émission et munie d'une forte encaisse avec des banques locales toutes reliées à la capitale par un portefeuille de traites sur Paris, s'approvisionnant d'or grâce à ce portefeuille, en s'adressant aux succursales de la Banque. Quant au grand marché de traites internationales, tel que Londres le connaissait déjà, il était à Paris non pas inconnu, mais très restreint. Un petit nombre de maisons privées de tout premier ordre se réservaient l'escompte de ces traites — dites hors banque, parce qu'escomptées au-dessous du taux de la Banque de France — constituant pour elles une réserve d'or étranger, toujours disponible car la plupart étaient tirées sur Londres, et facilitant le règlement des importations françaises.

de 1844. » (WOLOWSKI, *Banques*, p. 232.) C'est, on se le rappelle, l'idée essentielle de Ricardo dans son projet de 1823.

¹ C'est seulement après 1871 que la Banque s'est vu fixer une limite maxima à son émission, limite du reste constamment déplacée à sa demande par les Chambres quand le besoin s'en faisait sentir.

CHAPITRE VI

PRODUCTION D'OR ET MOUVEMENTS DES PRIX (1850-1936)

§ I. L'afflux de l'or de Californie et d'Australie et la hausse mondiale des prix après 1851. — § II. Interprétations quantitatives et antiquantitatives de la dépression de 1873 à 1895. — § III. L'essor économique de 1895 à 1914 et l'exploitation des mines du Transvaal. — § IV. L'interprétation quantitative après la guerre.

Après l'Act de Peel les grandes controverses sur le crédit vont s'apaiser pour quelque temps. Tous les arguments ont été discutés de part et d'autre. Une certaine lassitude s'est emparée des esprits. Vingt-cinq ans plus tard, Bagehot commencera son livre sur *Lombard Street* en promettant à ses lecteurs qu'il ne les entretiendra pas d'un sujet dont il les sait à l'avance fatigués. Par contre un autre problème va surgir qui depuis le commencement du xix^e siècle était resté comme assoupi : celui de l'action des métaux précieux sur les prix. Tranché dans un sens unanime au xviii^e siècle, il va retrouver par la découverte des mines de Californie, par la démonétisation de l'argent, par l'exploitation des mines du Transvaal, une actualité nouvelle. Et l'unanimité des écrivains du xviii^e siècle va faire place à des divergences de vues qui à l'heure où nous sommes n'ont pas disparu encore. C'est ce problème qui fera l'objet des deux chapitres suivants.

Au cours de la seconde moitié du xix^e siècle et du premier tiers du xx^e, plusieurs grands mouvements de prix se sont produits : la hausse des prix de 1851 à 1871, la baisse profonde de 1873 à 1895, la hausse non moins marquée de 1895 à 1914, puis, une fois la guerre mondiale finie et l'étalon d'or rétabli dans une grande partie du monde, une baisse d'abord lente, commençant en 1925, puis précipitée à partir de 1929, et abou-

tissant à la crise catastrophique de 1929 à 1935. Chacune de ces périodes a coïncidé avec des modifications importantes de la production des métaux précieux ou des signes monétaires. Dans quelle mesure ces modifications sont-elles en rapport avec les mouvements de prix? Cette question a donné lieu aux controverses les plus passionnées. La hausse de 1851 à 1871 a rencontré une interprétation à peu près unanime. Par contre, la baisse de 1873 à 1895 a suscité une série de doctrines nouvelles, en contradiction absolue avec les interprétations antérieures, et ces doctrines ont réagi singulièrement sur les controverses auxquelles la présente crise mondiale a donné lieu.

Le rappel et le bref examen de ces doctrines a donc un lien direct avec le diagnostic à porter sur cette dernière crise, et avec les polémiques les plus récentes. Il ne s'agit d'ailleurs pas pour nous d'étudier une fois de plus, dans sa généralité, la théorie dite « quantitative », très différente, dans sa forme absolue, des théories relatives à l'action des métaux précieux sur les prix ¹; nous entendons simplement passer en revue les interprétations données, d'une part, de la hausse ou de la baisse des prix à ces différentes périodes; d'autre part, des rapports entre ces fluctuations et les changements dans la production ou l'utilisation des métaux précieux.

§ I. — L'afflux d'or de Californie et d'Australie et la hausse mondiale des prix après 1851

Au moment où débute l'expérience monétaire qui s'ouvre en 1848 par la découverte des mines de Californie, la théorie quantitative, telle que Ricardo l'avait formulée, vient de subir un échec.

Cette formule ricardienne est, on le sait, d'un absolutisme qui la distingue nettement des formules, infiniment plus souples et plus nuancées du XVIII^e siècle, de celle de Henry Thornton au début du XIX^e, de celle de Tooke et de son école entre 1820 et 1847. Elle peut se résumer ainsi : le papier-monnaie à cours

¹ Des écrivains comme Benjamin Anderson qui ont âprement critiqué la « théorie quantitative », telle qu'elle est formulée par Ricardo ou Irving Fisher, admettent comme un fait évident que l'augmentation de la production du métal monétaire doit se traduire par une baisse de son pouvoir d'achat.

forcé et la monnaie métallique ont des effets économiques identiques : leur quantité règle le niveau des prix, et les modifications de ce niveau n'influent pas, ou à peine, sur la prospérité ou la dépression de l'économie; — le papier-monnaie à cours forcé et les billets de banque convertibles suivent les mêmes lois : ils constituent les uns et les autres une monnaie supplémentaire qui vient s'ajouter à la monnaie métallique et peut la remplacer; — ce n'est pas la convertibilité qui maintient la valeur des billets de banque, c'est uniquement la limitation de leur quantité; — la rapidité de circulation de la monnaie est un substitut de sa quantité : quand la quantité diminue, la rapidité de circulation augmente, et inversement.

Or, ces formules simples, dont presque chacune viendra au cours du siècle se heurter à des expériences qui la contrediront, n'ont jamais été acceptées par l'ensemble des économistes. Elles ont rencontré dès le début, en Angleterre, des contradicteurs puissants, et, sur le Continent, elles n'ont été adoptées qu'avec réserve. Elles viennent de subir en 1847 un échec retentissant. L'Act de Peel de 1844 basé sur les préceptes de la Currency School — laquelle est tout inspirée des formules ricardiennes — a fait faillite en 1847 sous l'influence de la crise : il a dû être suspendu. Tous les avertissements venus de l'école de Tooke se sont trouvés vérifiés par l'événement. Grave atteinte portée à l'autorité de ces formules dans leur application au crédit bancaire.

Voici maintenant que la découverte de nouvelles mines d'or va fournir une nouvelle occasion d'en vérifier le bien ou le mal-fondé, non plus cette fois à l'égard de la monnaie bancaire, mais à l'égard de la monnaie métallique.

Le discrédit de la théorie ricardienne n'est apparu dans toute son ampleur que dans la période de baisse des prix de 1873 à 1895. A ce moment, on en viendra, par réaction contre elle, à dénier jusqu'au fait même que le niveau des prix soit influencé par un afflux nouveau ou une pénurie d'or, fait que jusque-là les adversaires de Ricardo, tels que Tooke, n'avaient jamais songé à contester. Mais, auparavant, les découvertes des mines de Californie et d'Australie allaient permettre de contester un autre élément de la doctrine, celui qui refuse de reconnaître à un afflux d'or et à la hausse consécutive des prix

une influence quelconque sur la *prospérité* et l'activité de l'économie. Ricardo ne voulait voir dans cette hausse qu'un phénomène transitoire laissant, au bout d'une brève période de temps, l'économie dans le même état où elle était auparavant. Newmarch, Levasseur, Chevalier, vont, à l'occasion de la découverte des nouvelles mines d'or, en 1848 et 1850, s'élever énergiquement contre cette conception.

Brusquement, en effet, les misères de la déflation sont remplacées à partir de 1850 par un sentiment général de sécurité et de bien-être et par un essor de l'économie anglaise et européenne sous l'action d'un large afflux monétaire. Quelles réactions doctrinales ces événements vont-ils provoquer chez les économistes ?

Quelques-uns — tel Austin, cité par Levasseur — se hâtent de reprendre la vieille attitude ricardienne, qui se résume ainsi : « Le pays acheteur d'or ne gagne rien et perd tout. » D'autres, dont les noms mentionnés par Newmarch ne méritent pas d'être retenus (car ces écrivains sont si bien oubliés aujourd'hui qu'on ne les connaît plus que par les critiques de leurs adversaires), affirment que « c'est une grossière erreur de supposer que les nouveaux apports d'or ont ajouté quoi que ce soit à la véritable richesse du monde, ou ont entraîné aucun avantage évident et important pour l'Angleterre » ¹.

Mais ce sont des attardés. Les effets dus à l'afflux de l'or nouveau découvert en 1850 sont trop éclatants, la prospérité qui en résulte est trop universelle pour qu'en dehors des esprits prévenus par une doctrine *a priori* personne puisse hésiter un seul instant.

Les échanges internationaux, stimulés à un degré inconnu jusqu'alors, la richesse générale accrue en même temps que les prix haussés, non pas seulement dans les pays producteurs d'or, mais dans l'ensemble des nations commerçantes, la situation financière des Etats améliorée, celle des banques renforcée : voilà quelques-uns des faits devant lesquels nul ne peut rester aveugle. Aussi l'unanimité est-elle vite faite sur le rôle joué dans ces progrès par les découvertes des mines de Californie et d'Australie, où l'afflux des immigrants et la course à la fortune suscitent la curiosité du monde entier.

¹ NEWMARCH, *History of Prices*, vol. VI, pp. 213 et 198.

En France, Levasseur, dans sa *Question de l'Or* (1858), Michel Chevalier, dès 1850, dans son cours sur *La Monnaie*¹, constatent les faits : la prospérité croissante et la hausse simultanée des prix. Levasseur en profite pour formuler à nouveau la théorie quantitative, qu'on pourrait qualifier de « modérée », celle qui reconnaît volontiers l'action de l'or sur les prix, tout en observant qu'en fait la hausse des prix n'est pas proportionnelle à l'accroissement de l'or, celui-ci étant contre-balancé en partie par l'activité plus grande de la production de marchandises. Chevalier annonce, dès 1850, « la baisse de la valeur de l'or », sujet auquel, en 1859, il consacrerait un livre tout entier. Il indique fort bien les conséquences nombreuses qu'elle aura pour la Californie : « Pour le genre humain tout entier c'est un événement d'une incalculable portée². »

Mais l'écrivain dont l'attitude mérite plus qu'aucune autre d'être retenue est Newmarch, car ses vues vont s'imposer bientôt comme constituant l'interprétation définitive des faits. Si, par un côté, il reste fidèle à la tradition de Tooke, dont il a pris la succession dans la rédaction de la grande *Histoire des Prix*, en persistant à nier l'action directe de l'or sur les prix³, et en repoussant ce qu'il appelle « l'argument abstrait » (celui qui postule une augmentation des prix *proportionnelle* à l'augmentation de la production de l'or)⁴, par ailleurs, il ne tarit

¹ Dès 1850, dans son cours (publié à Bruxelles chez Méline, Cans et Comp.), Chevalier demande que l'or ne puisse plus être admis dans les paiements « qu'en supportant une réduction de la valeur de ce métal, laquelle resterait à déterminer périodiquement, chaque année, par voie législative, d'après le cours comparé des deux métaux précieux sur les principaux marchés du monde » (p. 474). On reviendrait ainsi au monométallisme argent.

² *Ibid.*, p. 476.

³ « Dans la mesure où l'on peut l'établir, par un examen attentif du mouvement des prix dans ce pays, en ce qui concerne un nombre considérable de marchandises importantes, il n'apparaît pas que les prix pratiqués au début de 1857, si on les compare avec ceux de 1851, justifient la conclusion que, dans une mesure manifeste et appréciable, l'accroissement dans la quantité de monnaie métallique, par suite de l'or nouveau, ait fait monter les prix des marchandises; en d'autres termes, chaque fois que l'on constate une variation de prix, une explication complète du changement peut être fournie par des événements affectant l'offre ou la demande. » (TOOKE et NEWMARCH, *op. cit.*, t. IV, pp. 232-233.)

⁴ « L'argument abstrait admet que, la quantité de monnaie doublant, les prix doublent aussi; il ne fait allusion que d'une manière très rapide — si même il n'élude pas complètement le problème — à l'intervalle de temps qui sépare les deux mouvements et à l'amplitude des changements qui se produisent en rapport avec ce processus.

pas sur les effets bienfaisants de la découverte des mines d'or et sur l'augmentation des *revenus* dont elle a été la cause ¹.

A vrai dire, il y a dans la pensée de Newmarch un certain flottement. Comment un accroissement de revenus pourrait-il ne pas agir sur les prix pour les faire hausser? D'autre part, comment soutenir que le niveau de ceux-ci s'est à peine élevé entre 1851 et 1857, alors que l'examen des index-numbers ainsi que les constatations faites par Levasseur, et plus tard par Jevons ², démontrent le contraire, alors que Newmarch lui-même reconnaît que les prix des matières premières et des métaux ont haussé, et plus encore les salaires et les profits.

Cette réserve faite ³, la description que fait Newmarch de

» Mais ce sont précisément ces éléments omis qui constituent l'essence de la question.

» La théorie suppose en effet que, si la quantité de monnaie double, les prix de *toutes les marchandises* doublent rapidement et, par suite, que les seules conséquences d'une augmentation de monnaie sont l'inconvénient d'avoir deux pièces au lieu d'une et la disparition, en ce qui concerne les titulaires de revenus fixes, de la moitié de leurs moyens de subsistance.

» Mais il n'est pas vrai que l'effet sur les prix d'une augmentation, même considérable, de la quantité de monnaie métallique, soit un processus rapide; il n'est pas vrai non plus, si l'on se fonde sur les faits des trois cent soixante dernières années, que la multiplication par deux de la quantité de monnaie métallique ait conduit rapidement ou d'une façon ultime à la multiplication par deux des prix; enfin, il n'est pas vrai que les événements liés à la diffusion d'une quantité plus grande de monnaie métallique soient si accessoires que l'on puisse n'en pas tenir compte. Au contraire, nous avons trouvé et nous trouverons encore davantage que, par le processus de diffusion, sont introduits des facteurs qui infirment dans une très large mesure les conclusions acceptées sur le terrain abstrait. » (TOOKE et NEWMARCH, *History of Prices*, t. VI, pp. 194-195.)

¹ « Tout le processus de distribution de l'or nouveau, d'abord entre les travailleurs et capitalistes des pays producteurs d'or, puis entre les travailleurs et les capitalistes des autres, se ramène à une demande supplémentaire de travail; et, par l'intermédiaire de la demande supplémentaire de travail à une élévation graduelle de toutes les catégories de revenus. » (TOOKE et NEWMARCH, *op. cit.*, t. IV, p. 234.)

² « Je fus tellement frappé de la hausse énorme, presque générale des prix vers 1853, que je fus amené à soupçonner une altération de l'étalon de valeur. » (W. S. JEVONS, *A Serious Fall in the Value of Gold ascertained, in Investigations in Currency and Finances*, Londres, 1863.)

³ L'insistance de Newmarch sur ce point se conçoit mieux si l'on se rappelle que, dans la pensée de Ricardo et de ses partisans, l'action de la surabondance de l'or sur les prix se manifeste en quelque sorte en deux étapes : 1^o par la dépréciation de l'or; 2^o par la hausse des prix. Comment la dépréciation peut précéder la hausse des prix, c'est ce que personne n'a jamais pu comprendre. La dépréciation du métal et la hausse des prix sont un seul et même phénomène. C'est contre cette conception d'une dépréciation directe et préalable de la monnaie métallique que Newmarch paraît surtout s'élever. La position de Ricardo s'explique peut-être par l'analogie constante qu'il établit entre le papier et le

la découverte des mines d'or en Californie et en Australie et des effets de la production accrue de ces métaux, reste un modèle d'analyse et d'observation économique. Elle a gardé aujourd'hui encore toute sa fraîcheur.

Newmarch s'attache avant tout à faire ressortir les heureux et puissants effets d'un afflux d'or sur la prospérité et la richesse des nations :

L'influence de nouveaux approvisionnements d'or, écrit-il, année après année, a constitué probablement la cause spéciale ou l'ensemble des causes qui ont modifié de la manière la plus puissante l'histoire économique et commerciale des dernières neuf années¹.

Pour lui, l'accroissement de l'or joue le même rôle que l'établissement dans un pays de routes meilleures, plus larges et plus commodes :

Une insuffisance d'or produit des ennuis similaires dans leur nature aux accidents, aux désappointements et à la souffrance matérielle et morale occasionnés par un grand et pesant trafic sur une route trop étroite, irrégulière et malsaine. Et les ennuis sont encore plus grands quand la route est, non seulement insuffisamment large, mais trop courte, non seulement quand elle ne suffit pas à tout le trafic, mais encore lorsqu'elle ne peut lui servir que pour la moitié du chemin à parcourir.

Ainsi, une fois de plus, l'école de Tooke s'élève, à *condition qu'il s'agisse de monnaie métallique*, contre cette opinion si profondément enracinée dans la doctrine économique anglaise, que la quantité plus ou moins grande de monnaie est indifférente au bien-être et à l'activité économique du pays :

Dans les pays producteurs d'or, les nouvelles découvertes ont eu pour effet de créer rapidement de grandes accumulations de richesses et de ressources réelles. La population adulte de ces contrées a triplé ou quadruplé en trois ou quatre ans. L'édification de maisons, la culture du sol, l'amendement de grandes étendues de terre, la construction de chemins de fer, l'embellissement des villes, la construction de ports et de docks, la fondation d'écoles et d'universités, et, plus remarquable que tout cela, l'établissement presque d'un seul coup d'un commerce extérieur énorme, en un mot, la poursuite de toutes les entreprises et

métal. Le papier-monnaie se déprécie par rapport au métal, et cette dépréciation directe est due entièrement à sa surabondance. Quelque chose de semblable aurait lieu pour l'or, dont il faut offrir plus pour avoir la même quantité de marchandises.

¹ Il s'agit de la période 1848-1857 (TOOKE et NEWMARCH, *op. cit.*, t. VI, p. 135.)

l'avancement rapide de tous les arts qui peuvent rendre un pays opulent et puissant sont des résultats qui ont été presque tous obtenus dans les pays producteurs, grâce à l'exportation vers les autres pays, année après année, des approvisionnements d'or nouveau.

Dans les autres pays, auxquels l'or a été expédié en échange de marchandises, la demande continue et effective de ces marchandises a produit les mêmes effets, mais à un moindre degré qu'en Australie et en Californie. Dans le Royaume-Uni, par exemple, la persistance année après année, d'une demande effective de marchandises, a conduit à l'amélioration et à l'augmentation des moyens de production, à l'accumulation de capital, grâce à l'épargne provenant des revenus accrus des capitalistes et des salariés; elle a amélioré le sort des chômeurs et des indigents ¹.

Ces conséquences bienfaisantes de l'accroissement d'or, Newmarch prend soin de le dire, et c'est là une remarque très importante, sont *propres au métal précieux seul*. On ne saurait à aucun degré attendre des effets semblables d'une augmentation, par exemple, du papier-monnaie.

On semble oublier souvent, déclare-t-il, qu'entre la demande stable et active due au nouvel afflux d'or, et l'accroissement de demande qui peut résulter dans un pays d'un système quelconque de papier-monnaie à cours forcé, il y a à peine un trait commun. Le papier-monnaie à cours forcé n'a pas de valeur intrinsèque, et le point est vite atteint où le milieu resserré dans lequel seul il peut circuler fait que toute émission agit immédiatement sur les prix dans toute la mesure de la quantité accrue. L'or et l'argent, au contraire, sont des objets de désir universel, et constituent l'instrument de circulation de toutes les nations. La demande croissante de marchandises et de services qu'ils occasionnent est diffusée en un cercle qui s'élargit tous les jours, et elle est soutenue par des causes qui font constamment profiter de nouvelles régions des avantages réservés d'abord à une seule localité ².

Le successeur et l'ami de Tooke, lequel avait soutenu avec tant de vigueur et de raison contre Ricardo la différence fondamentale entre le papier-monnaie inconvertible et le papier convertible de crédit, maintient donc son opposition à l'égard du grand doctrinaire, en insistant cette fois avec une énergie non moins justifiée sur la différence des effets économiques d'un afflux d'or ou de papier-monnaie, effets qui avaient été systématiquement identifiés par Ricardo et son école ³.

¹ TOOKE et NEWMARCH, *op. cit.*, t. VI, pp. 192 et 193.

² TOOKE et NEWMARCH, *op. cit.*, t. VI, p. 218.

³ Sans doute Ricardo n'a jamais méconnu la *différente extension* des marchés de l'or et du papier-monnaie, le caractère international du premier et exclusivement national du second; mais c'est la seule différence qu'il admette entre ces deux instruments monétaires. Il est vrai qu'elle est de taille.

« En résumé, écrit Newmarch, c'est l'impulsion prodigieuse imprimée à la production pendant l'intervalle considérable qui s'écoule nécessairement avant que de nouvelles additions de monnaie puissent être neutralisées par un accroissement correspondant du niveau des prix, qui a fait et continuera à faire des nouveaux afflux d'or un moyen puissant d'accroître la richesse réelle et solide du monde ¹. » David Hume avait dit la même chose quoique avec une élégance bien supérieure, en parlant de l'or venu d'Amérique.

Ce passage, écrit à la veille de la crise de 1857, qui vint interrompre un moment — et très durement — la prospérité exceptionnelle due aux découvertes de mines nouvelles, n'a rien perdu de sa vérité! Les événements de 1895 à 1914 l'ont confirmée d'une manière éclatante.

La coïncidence si remarquable de l'afflux d'or, de la prospérité et de la hausse des prix qui est apparue après 1850 n'a été niée depuis par personne. Elle s'est imposée à la majorité des économistes, et l'on n'a jamais cessé de voir entre le premier phénomène et les deux autres une relation de cause à effet.

Notons toutefois une opinion — et qui est de poids — pour laquelle il n'y a là qu'une coïncidence. Marshall, en 1888, dans sa déposition devant la *Gold and Silver Commission*, revenant sur les événements de cette période, et constatant avec tout le monde la simultanéité de ces différents faits, est amené à proposer une curieuse distinction entre les deux principales conséquences de l'afflux d'or australien : la hausse des prix, d'une part, et la prospérité économique, de l'autre. La première d'après lui, est effectivement due à l'or nouveau extrait des mines et répandu sur le monde; la seconde, par contre, serait due au libre-échange instauré en Angleterre à partir de 1851. Il y a là une de ces opinions qui peuvent bien paraître évidentes à un Anglais, mais devant laquelle un « Continental » reste irrémédiablement sceptique. Car la prospérité de ces années (1850-1873) est générale; le Continent y participe comme l'Angleterre, et la décade 1851-1860 a laissé, dans tous les pays, le souvenir d'un élan vigoureux donné à toutes les formes de production. Au contraire, le libre-échange est resté jusqu'en 1860

¹ TOOKE et NEWMARCH, *op. cit.*, t. VI, p. 217.

un événement presque exclusivement anglais; il ne s'est étendu au Continent que dans la décade suivante. De là une conclusion qui semble s'imposer en faveur de la prédominance à donner à l'or dans l'essor général de cette période, sans songer à nier l'action qu'a pu avoir sur l'économie européenne l'ouverture de plus en plus large du marché britannique ¹.

L'opinion de Marshall méritait d'être citée à titre de curiosité, ne serait-ce que pour faire remarquer une fois de plus la difficulté d'*isoler* les causes et les effets dans le domaine économique. Elle est restée tout individuelle. Si elle s'écarte de celle de Newmarch en ce qui concerne les effets d'un afflux d'or sur la prospérité de l'économie, par contre elle permet de constater l'accord de l'opinion après les événements de cette époque, au sujet de l'action qu'un afflux d'or exerce sur le mouvement des prix. La théorie quantitative, non pas sous sa forme ricardienne, mais sous la forme la plus classique et la moins étroite, paraît cette fois consolidée par une expérience décisive.

C'est à la période suivante — celle qui est comprise entre les années 1873 et 1895 — que vont apparaître les divergences profondes entre les économistes. Quelques-uns iront jusqu'à nier, non pas doctrinalement et en principe (car ils n'ont jamais été jusque-là), mais en pratique et dans l'interprétation des faits concrets dont ils sont les témoins, tout lien de cause à effet entre les deux ordres de phénomènes.

II. — Interprétations quantitatives et antiquantitatives de la dépression de 1873 à 1895

A la phase de prospérité générale inaugurée en 1851, succède, pour l'Europe et pour une grande partie du monde, aussitôt après la guerre franco-allemande et la grande crise de 1873, une longue période de dépression, à peine interrompue

¹ Sir David Barbour pose à Marshall la question suivante : « Estimez-vous que la hausse des prix qui s'est produite de 1848 ou 1850 jusqu'à 1873 est due au libre-échange? » Réponse : « Je crois qu'elle est due principalement à l'afflux de l'or et au développement du système bancaire. C'est le développement de la prospérité que j'attribue au libre-échange. » Nouvelle question de Barbour : « Et si cet accroissement d'or n'avait pas eu lieu, les prix auraient probablement beaucoup baissé? » Réponse : « C'est mon opinion. » Nous citons d'après *Official Papers by Alfred MARSHALL*, Londres, 1926, p. 58.

par quelques courts répit, et qui ne prendra fin qu'en 1895.

La période débute par le rattachement à l'étalon d'or du nouveau Reich allemand, bientôt imité par les pays scandinaves. Cette décision est suivie, quelques années après, de la fermeture des Hôtels des monnaies à la frappe libre de l'argent par les pays de l'Union latine, puis en 1893 par la fermeture des Hôtels des monnaies des Indes à la frappe du même métal. C'est en 1873 que les Etats-Unis, encore au cours forcé après la guerre de Sécession, adoptent définitivement l'étalon-or pour le moment prochain (1878) où ils reprendront les paiements en espèces. Après une tentative infructueuse en 1871, le Japon se convertit à l'étalon-or en 1897. Ainsi, dans l'espace de vingt-cinq ans, le Continent européen s'achemine vers l'adoption générale de l'étalon-or, les Etats-Unis y reviennent après une phase de papier-monnaie, et l'Asie commence à s'y rallier à son tour. L'argent, comme métal monétaire, perd tous les jours du terrain.

Au cours de cette période, la production annuelle de l'or fléchit au-dessous de son niveau antérieur, le pourcentage de son augmentation diminuant par conséquent rapidement par rapport au stock existant. Tout naturellement, la question surgit de savoir si l'abandon général de la frappe libre de l'argent et l'emploi presque exclusif de l'or comme monnaie — en face d'une production sans cesse accrue des denrées agricoles et industrielles, favorisée par une longue période de paix — n'est pas en grande partie responsable de la baisse prolongée des prix et de la dépression économique.

La controverse quantitative reprend de plus belle.

Seulement, elle reprend *dans des conditions particulièrement défavorables à une vue scientifique des choses*. Car elle est dominée par un problème d'organisation monétaire pratique : faut-il ou ne faut-il pas conserver le bimétallisme là où il existe ? faut-il ou ne faut-il pas adopter partout l'étalon d'or ?

La polémique est surtout vive en un pays comme la France, menacé — si le bimétallisme est maintenu — de perdre le stock d'or qui s'y est accumulé à la faveur d'un rapport légal favorable à l'importation du métal. Ce même rapport lui redevenant

défavorable, ce stock précieux risque maintenant, en vertu de la loi de Gresham, de lui échapper. L'enjeu de la dispute est la conservation ou la perte d'un métal *devenu dans l'intervalle l'étalon de tous les grands pays commerçants* (Angleterre, Etats-Unis, Allemagne), ceux avec lesquels la France et l'Union latine effectuent leurs plus importants échanges de capitaux et de marchandises. Les hommes pratiques, tous ceux pour qui le maintien à Paris d'un marché monétaire et financier capable de concourir avec ceux des grands centres d'activité apparaît comme une nécessité économique primordiale, sont partisans de l'étalon d'or, ou tout au plus d'un étalon boiteux, dans lequel la frappe des monnaies d'argent sera limitée. Ceux, au contraire, pour qui la baisse persistante des prix apparaît comme le mal essentiel, et que la situation difficile de l'agriculture et de l'industrie préoccupe d'abord, sont partisans du double étalon.

La controverse n'a pas attendu 1873 pour commencer : elle a débuté dès la décade précédente, dès que le rapport commercial entre l'or et l'argent a changé pour devenir favorable à l'importation de l'argent. Nous en retiendrons seulement les idées relatives à l'action exercée par la production des métaux précieux sur les prix. Nous laisserons de côté les arguments pour ou contre le maintien de la loi de Germinal, ou ceux plus abstraits relatifs à la nature même de l'étalon monétaire, quoiqu'ils aient tenu une grande place dans ces polémiques. Nous ne rappellerons pas non plus les noms de tous ceux qui ont pris part à la controverse; il faudrait donner la parole non seulement aux économistes français, belges, allemands, américains, suisses, hollandais, qui ont tenu à faire connaître leur opinion sur ce problème (de Laveleye en Belgique, Soetbeer et Bamberger en Allemagne, Walras en France, Marshall en Angleterre), mais encore aux représentants officiels des Etats faisant partie de l'Union latine dans les conférences où ils débattaient leurs intérêts, aux témoins qui sont venus déposer devant la Commission anglaise sur l'or et l'argent en 1888 ¹,

¹ On vient de republier le texte du rapport de cette Commission : *The Monetary Problem. Gold and Silver Commission*, New York, Columbia University Press, 1936. La Commission de 1888 succédait à une Commission royale de 1886 sur *La Dépression du Commerce et de l'Industrie*, où les questions monétaires avaient été déjà très complètement examinées.

aux orateurs qui, à la tribune ou dans les commissions des Parlements, ont donné leur avis. L'immense littérature que la question monétaire a suscitée pendant les trente dernières années du siècle est à peine inférieure à celle que les problèmes monétaires ont provoquée depuis la guerre mondiale. Elle trouvera, espérons-le, un jour, l'écrivain diligent et érudit qui saura en extraire les enseignements utiles ¹.

Ce que nous en retiendrons ici, ce sont seulement les vues générales exprimées au sujet du problème précis qui nous occupe : celui des rapports entre la production des métaux précieux et le niveau des prix. Nous en chercherons l'expression chez les écrivains les plus significatifs, sans nous embarrasser de la multiplicité des formules que ces vues ont trouvées chez les économistes de moindre envergure.

Du côté des bimétallistes, aucun doute sur l'influence que la pénurie ou l'abondance des métaux précieux exercent sur les prix. Les bimétallistes restent rigoureusement fidèles à la doctrine traditionnelle. L'abandon du métal argent et la limitation à l'or seul de la libre frappe entraînera l'inévitable baisse des prix mondiaux. Wolowski le répète sans se lasser entre 1865 et 1870, et plus spécialement dans son ouvrage *L'Or et l'Argent*, où l'on trouve, avec une discussion brillante, un résumé substantiel de toutes les idées essentielles du groupe ².

¹ On trouvera dès maintenant un résumé très vivant de ces controverses dans l'ouvrage de M. GONNARD, *Histoire des Doctrines monétaires*, dont le deuxième tome vient de paraître.

² Parmi les membres les plus importants il faut nommer Courcelle-Seneuil, Cernuschi, de Lavegne, A. Allard, E. Théry, en France; Rau, Prince-Smith, Max Wirth en Allemagne. De Laveleye, en Belgique, est un converti de l'étalon unique au « double étalon ». En Angleterre, Stanley Jevons reconnaît qu'en théorie Wolowski a raison, mais en pratique il incline à espérer le seul paiement en or : « Quoique je sois loin de pouvoir me prononcer avec assurance en cette matière, je vois et je dois reconnaître qu'en théorie, vous et les autres défenseurs de ce qu'on peut appeler l'étalon monétaire alternatif, avez raison. Les choses se présentent autrement au point de vue pratique, ce qui fait que j'incline à espérer l'extension du seul paiement en or. » C'est à Wolowski qu'il adresse ces lignes (cf. WOLOWSKI, *L'Or et l'Argent*, p. 64). Jevons croyait en effet — et les événements lui ont donné raison — à une augmentation de la production de l'or. Michel Chevalier, après avoir défendu, dès 1850, le monométallisme-argent, défend en 1867 le monométallisme or; il n'est constant que dans son monométallisme, et dans les arguments dogmatiques qu'il applique successivement à ces deux thèses. En France, parmi les partisans du bimétallisme, il ne faut pas oublier le gouverneur de la Banque de France, M. Rouland, appuyé par plusieurs de ses régents, dont le principal était le baron Alphonse de Rothschild, et des banquiers tels qu'Adolphe d'Eichthal. La position de la Banque de France, dans cette circonstance comme dans toutes les crises monétaires, a consisté à défendre le

Il en est le véritable chef. Traducteur des traités sur la monnaie de Nicolas Oresme et de celui plus oublié de Copernic, il se considère comme l'héritier de la doctrine des *xvii^e* et *xviii^e* siècles¹, et il lui suffit d'en déduire les conséquences logiques pour se forger une claire image de la marche probable des choses si l'on abandonne l'argent :

Le rôle de la monnaie dans les transactions, écrit-il², domine tout; ce qu'il faut éviter, c'est la variation des *prix*... On attribue aujourd'hui à la masse d'or et à la masse d'argent répandues parmi les nations civilisées une valeur de cinquante et quelques milliards, divisée par portions à peu près égales entre les deux métaux. Supposons que l'un d'eux fût *démonétisé*, et que l'on renonçât de gaieté de cœur à la moitié des instruments métalliques mis en mouvement pour accomplir les transactions, le résultat inévitable sera un exhaussement formidable sur la valeur du métal préféré, et désormais seul admis comme agent de la libération des débiteurs; nous disons *exhaussement formidable*, car quel que soit le taux auquel on l'évalue, ce taux formerait l'expression de la charge nouvelle imposée aux débiteurs. Tous les contrats à long terme : contrats de rente, d'hypothèque, de bail, de prêt, etc., se trouveraient atteints par cette véritable calamité. La loi, dont le devoir est, en cas de doute, de ménager la position de l'*obligé*, l'aggraverait.

Partout les Etats ont à supporter une dette publique considérable : le poids de cette dette deviendrait plus lourd, au détriment de tous les contribuables et au profit exclusif des rentiers.

Au moment où des nations entières : l'Italie, les Etats-Unis, l'Autriche, aspirent à sortir du triste régime du papier-monnaie en revenant sur le terrain solide de la circulation métallique³, on voudrait supprimer l'office monétaire de l'argent : *a-t-on calculé le résultat de cette coïnci-*

statu quo. Après avoir défendu le bimétallisme, elle s'est faite l'avocat du bimétallisme boiteux quand celui-ci est devenu le système légal; après la guerre, et jusqu'en 1926, elle s'est prononcée pour la revalorisation du franc à sa parité d'avant-guerre, de même qu'en 1935 elle a combattu pour le maintien du franc Poincaré. L'attitude de la Banque de France est du reste conforme à celle qu'ont toujours prise toutes les banques d'émission dans des circonstances semblables. Elles ont toujours laissé aux gouvernements l'initiative et la responsabilité des changements de système monétaire.

¹ Cf. tout le passage de sa déposition à l'enquête de 1870, dans *L'Or et l'Argent*, Appendice, où l'exposé est selon la ligne classique. Dans ce passage, Wolowski prévoit notamment la baisse de la propriété immobilière qui s'est effectivement produite dans les années suivantes. Il est vrai que l'un de ses adversaires, M. de Parieu, n'avait pas été moins bon prophète sur un autre point. Il annonçait que l'Allemagne, si elle passait à l'étalon d'or avant nous, inonderait la France de son argent (Wolowski, p. 390). C'est effectivement ce qui s'est passé, et c'est cette circonstance qui a déterminé l'abandon de la frappe libre de l'argent par la France.

² Wolowski, p. 386.

³ « Car nous appartenons tous à l'école métallique », répète Wolowski à plusieurs reprises, à l'encontre des partisans du papier-monnaie. Plus d'un des admirateurs actuels du système bimétalliste ne le suivent pas sur ce point.

dence d'une demande plus active des instruments métalliques avec la disparition arbitraire de la matière première appelée à les constituer ¹?

Rétablir la circulation métallique dans ces vastes contrées peuplées de plus de cent soixante millions d'habitants, ce sera absorber beaucoup d'or et d'argent. Le moment de songer à une démonétisation téméraire de l'argent ne saurait être plus mal choisi ².

A ces prévisions — dont personne ne niera que la dépression de 1873-1895 les ait vérifiées de manière saisissante (et c'est une exception assez rare parmi les innombrables prophéties économiques pour qu'on la relève au passage) — quelle réponse opposent les partisans du monométallisme or?

Distinguons ici une *première* et une *seconde* génération d'économistes.

La *première* — celle de Victor Bonnet, de Parieu, de Michel Chevalier — n'a pas attendu la dépression pour donner son avis. Elle se place sur le terrain même de la théorie quantitative. Elle ne songe pas un instant à contester l'action d'une pénurie ou d'un afflux de métaux précieux sur les prix. Seulement, elle estime qu'au cas où la frappe libre de l'argent continuerait, la hausse des prix qui en résulterait n'aurait pas moins d'inconvénients que la baisse prophétisée par les pessimistes. Surtout, envisageant les choses à un point de vue purement français et exclusivement pratique, elle estime que la seule question est de savoir si la France bimétalliste va accepter sans se défendre de devenir le réservoir où les autres pays pourront déverser leur argent démonétisé, tandis qu'elle-même perdra peu à peu son or.

Au contraire, la *deuxième* génération — celle qui écrit entre 1875 et 1895, en pleine période de dépression économique — raisonne tout autrement. Elle ne nie pas qu'en *théorie* le niveau des prix ne dépende à la fois de la quantité des marchandises offertes sur le marché et de la production simultanée des métaux précieux. On trouvera sur ce point, chez Leroy-Beaulieu, en France, ou Lexis, en Allemagne, par exemple, des exposés conformes à la plus pure tradition du *xviii^e* siècle ³. De Foville est le seul à ma connaissance qui

¹ C'est nous qui soulignons.

² M. WOŁOWSKI, *L'Or et l'Argent*, pp. xxxiv et xxxv.

³ Pour LEROY-BEAULIEU, cf. notamment *Traité théorique et pratique d'Economie politique*, t. III, pp. 147 et 148.

paraisse contester le principe de cette action en attribuant la hausse des prix sur les lieux de production aux difficultés de transport, à l'éloignement des nouveaux gisements d'or, à l'afflux de la population — argument dont il est superflu de démontrer ici le peu de portée ¹.

Ce que contestent ces écrivains, auxquels il faut joindre ici l'excellent économiste allemand Nasse, c'est seulement *qu'en fait* la baisse mondiale des prix qui succède à la démonétisation de l'argent soit due à l'insuffisante production de l'or. C'est pour eux une question, non de principe, mais d'interprétation; c'est un diagnostic, non une théorie ². Et leur diagnostic est

Je n'ai pu malheureusement retrouver dans les nombreux articles de Foville (la bibliographie complète en a été publiée après sa mort par Fernand Faure) un texte précis. Mais j'ai le souvenir très net des conversations où M. de Foville exposait cette thèse avec conviction, sans s'arrêter à l'objection que les hauts prix payés dans les pays producteurs n'auraient pas pu l'être sans l'abondance du métal précieux. Son successeur à la direction de la Monnaie, M. Arnauné, partageait son point de vue et a vivement combattu toute idée d'appréciation de l'or, sans cependant la nier absolument. (Cf *La Monnaie, le Crédit et le Change*, 5^e éd., p. 59.)

- Cf. LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, pp. 311 et suiv. Les formules de Lexis sont du même ordre. Elles sont intéressantes parce qu'il a donné son opinion successivement et sur la baisse et sur la hausse des prix. A la Commission anglaise sur l'or et l'argent, en 1888, il conteste une rareté existante de l'or mais ajoute : « It is certainly possible and indeed probable that in the future if the circle of gold countries is enlarged, and the production of gold further decreased, that scarcity of gold and consequent appreciation of gold as compared with commodities might be occasioned. » Quant à ses idées sur la hausse subséquente des prix elles se trouvent dans l'article *Gold und Preis*, publié en 1913 dans un volume collectif écrit en l'honneur du professeur Riesser.

Dans cette étude, Lexis fait lui-même la remarque décisive que l'or constitue un pouvoir d'achat *neuf*, alors que les marchandises « ne fournissent de pouvoir d'achat qu'après avoir été vendues » (p. 97), et il revient alors à la théorie quantitative sous sa forme traditionnelle dans la phrase suivante : « Quand la masse des marchandises mises en circulation croît dans la même proportion que celle de l'or servant de monnaie, il n'y a pas lieu d'admettre qu'une augmentation constatée du niveau des prix résulte de l'augmentation de la production de l'or, et encore moins quand le taux d'accroissement des marchandises dépasse celui de la production de l'or. Par contre, il est possible (c'est Lexis qui souligne) qu'un accroissement d'or plus rapide que celui des marchandises provoque une hausse des prix... Mais ceci ne se produit pas nécessairement ni dans tous les cas. » (p. 98.) Lexis accepte donc, comme Leroy-Beaulieu, le *principe* de la théorie quantitative, et il ne reste plus qu'à interpréter dans chaque cas les faits concrets. Or, en ce qui concerne les douze premières années du xx^e siècle, quelle interprétation suggère-t-il? La hausse des prix, d'après lui, est due surtout à la hausse des salaires (p. 102). Cependant, il admet, après un examen des chiffres fournis par Fisher, que l'or (au moins entre 1898 et 1902) a été pour quelque chose dans la hausse des prix. « Il est possible, dit-il, que l'accroissement des moyens de circulation pendant ces années ait contribué, dans une certaine mais faible mesure, à l'accroissement des prix. » (p. 113.) De même, dit-il, l'atténuation de la violence des crises pendant cette période « peut » avoir été provoquée par

fortement influencé par la préoccupation de défendre en France la suspension de la libre frappe de l'argent, en Allemagne l'introduction récente de l'étalon d'or, et par l'appréhension qu'on ne rende ces mesures responsables de la chute contemporaine des prix.

Dans les pays où cette préoccupation n'existe pas (comme en Angleterre, depuis longtemps à l'étalon d'or, ou en Italie, qui est à l'étalon-papier) la plupart des écrivains, quoique généralement favorables au monométallisme-or, admettent sans hésiter que la suspension de la frappe de l'argent et la demande nouvelle d'or due à la généralisation du monométallisme-or ont contribué à la baisse des prix : c'est le cas de Marshall, de Jevons, de Sir Robert Giffen, de Pantaleoni.

Le premier cherche une solution intermédiaire dans ce qu'il appelle le « symmétallisme »¹, le second croit que la pénurie momentanée d'or, dont il ne conteste pas les effets, fera place bientôt à une affluence nouvelle. En France, Walras et Charles Gide se rallient à la même explication, et Walras préconise un « billon d'argent régulateur »² pour parer aux difficultés du moment. A l'affirmation constamment répétée des « antiquantitatifs » qu'il faut chercher la cause de la baisse des prix dans l'accroissement formidable de la production des

l'afflux d'or (p. 102). Lexis se place donc sur le même terrain que les autres écrivains « antiquantitatifs » : il ne nie pas le principe de l'action de l'or sur les prix, mais refuse, dans les cas concrets, de reconnaître cette action. Reste alors à expliquer le retournement si frappant du mouvement de longue durée des prix après 1895. Pour Lexis, c'est la situation du marché des différentes marchandises qui a changé, et il trouve pour chacune des principales denrées une cause spéciale de hausse, comme il avait trouvé avant 1895 une cause spéciale de baisse (cf. p. 91). Mais c'est justement là qu'on reste confondu. Comment un esprit aussi scientifique que celui de Lexis n'a-t-il pas aperçu que ce retournement simultané de toutes les influences sur tous les marchés à la fois constitue justement le problème à résoudre ? Il ne peut guère se comprendre sans l'intervention d'une circonstance nouvelle : la production de l'or.

¹ MARSHALL (*Official Papers*, p. 14) décrivait ainsi sa proposition à la *Commission on Depression of Trade* en 1886 : « Mon système se rattache à celui de Ricardo, simplement en mariant une barre d'argent, par exemple, de 2.000 grammes, à une barre d'or, par exemple, de 100 grammes : le gouvernement se déclarerait prêt à acheter ou vendre constamment une paire de ces barres unies pour un prix en billets. Le prix serait dans les environs de 29 livres, le système serait un vrai bimétallisme. La valeur du papier en circulation serait absolument fixée par l'intermédiaire de la valeur de 1 gramme d'or et de 20 grammes d'argent. Il ne risquerait pas de se détériorer en se transformant en un monométallisme-argent. »

² Cf. WALRAS, *Etudes d'Economie politique appliquée*, nouvelle édition, 1936. L'article original a paru en 1884 dans la *Revue de Droit international*.

denrées, dans les perfectionnements des moyens de transport, dans la substitution de la navigation à vapeur à celle à voile, dans la réduction considérable des prix de revient, précipitée par les innombrables découvertes scientifiques, ils répondent sans se lasser : « Toutes ces circonstances existent en effet, mais la baisse des prix qui en est résultée démontre justement l'insuffisance momentanée de la production des métaux précieux pour compenser l'action incontestable et incontestée de tous ces facteurs sur le niveau des prix. » D'autant plus, ajoutent-ils, que ces mêmes circonstances existaient avant 1873, et peut-être à un plus haut degré, sans qu'aucune baisse des prix se soit produite, au contraire. Comment les mêmes causes produiraient-elles un effet différent s'il n'y avait l'intervention d'un facteur nouveau, le facteur monétaire ?

En somme, la controverse entre ceux qui invoquent la surabondance des marchandises et ceux qui proclament l'« appréciation de l'or » finit par se réduire à une querelle de mots ¹ : dès lors que l'on admet qu'il faut tenir compte à la fois de l'offre des marchandises et de la production de métal précieux pour expliquer le mouvement des prix, la question de savoir si c'est l'offre de métal qui est insuffisante ou celle des marchandises qui est surabondante peut paraître oiseuse. Scientifiquement, la seule façon précise de la poser consiste à se demander quelle production de métaux *suffirait pour maintenir les prix stables* et à voir si la production réelle correspond à cette production idéale. C'est la recherche que Cassel devait tenter plus tard.

Mais la « deuxième génération » invoque un autre argument, qui aura, dans l'histoire des doctrines, une bien autre portée que le précédent, et continue à jouer aujourd'hui un grand rôle dans l'esprit de ceux qui dénie à la production des métaux précieux un effet appréciable sur le niveau des prix : *c'est l'extension prise par les instruments de crédit, chèques et billets de banque, comme instruments de paiement, et la place dorénavant secondaire que la monnaie métallique jouerait à côté d'eux comme facteur du niveau des prix.*

Déjà, lors de l'enquête monétaire de 1870, Victor Bonnet,

¹ Cf. à ce sujet le memorandum de Sir David Barbour à la Commission de 1888 sur l'or et l'argent.

cherchant à dissiper la crainte d'une insuffisance monétaire, disait : « Plus nous irons, plus nous arriverons à faire beaucoup d'affaires avec moins de numéraire ¹. » Wolowski avait aussitôt rétorqué : « L'expérience démontre que plus le crédit se multiplie, plus il a besoin d'un large support, si bien que l'Angleterre a développé son stock monétaire parallèlement à ses institutions de crédit ². » Le débat ainsi ouvert se poursuit encore de nos jours, mais c'est au creux de la dépression de 1873 à 1895 qu'il a pris sa plus grande ampleur. Comme preuve de cette transformation, les économistes d'alors invoquent la *baisse constante du taux de l'intérêt* depuis le début de la baisse des prix : si la monnaie était insuffisante, disent-ils, nous assisterions non pas à la baisse mais à la hausse du taux de l'intérêt ; or, c'est la baisse qui se produit.

Il s'agit ici d'un ensemble d'idées dont les conséquences ont été très graves pour toute la doctrine économique ultérieure. Elles méritent d'être examinées d'un peu près.

En ce qui concerne, d'abord, la baisse du taux de l'intérêt pendant une période de baisse des prix, l'argument que l'on en tire pour contester l'insuffisance des métaux précieux marque un recul très net de la doctrine économique par rapport aux conceptions du xvm^e siècle. C'est Nasse, dans un article célèbre paru en 1888, intitulé *La Baisse des prix des marchandises pendant les quinze dernières années* ³, qui l'a invoqué avec prédilection. De Cantillon à Turgot, tous les économistes s'étaient efforcés de détruire la fausse association d'idées entre « afflux des espèces monétaires » et « baisse du taux d'intérêt », entre le « pouvoir d'achat » de la monnaie et le « prix de l'argent » sur le marché des capitaux. Et voici qu'un siècle après eux on invoque de nouveau la baisse du « prix de l'argent » comme preuve que les espèces monétaires abondent, et que leur pouvoir d'achat n'a pas de raison d'augmenter. Bien plus, A. Smith, dans un passage caractéristique, avait envisagé l'hypothèse même qui s'est trouvée réalisée par l'économie européenne de 1873 à 1895 : une baisse des prix des marchandises due à leur grande production — la quantité des espèces métal-

¹ Cf. WOLOWSKI, *L'Or et l'Argent*, annexe, p. 42.

² Le même argument sera repris par Benjamin Anderson dans son livre paru en 1916 et que nous avons cité plus haut.

³ Dans les *Jahrbücher für National Oekonomie* de 1888.

liques restant inchangée. Il en déduisait une diminution consécutive des profits industriels et, par répercussion, une baisse du taux de l'intérêt — car la demande de l'épargne par les entrepreneurs se fait naturellement à un taux de plus en plus bas au fur et à mesure que leurs espoirs de profits se réduisent, et la quantité de crédit nécessaire pour la même opération diminue avec le prix des marchandises elles-mêmes ¹.

L'apparent paradoxe d'une baisse du taux de l'intérêt en période de baisse prolongée des prix — accompagnée d'insuffisance de production métallique — et de la hausse de ce même taux en période de hausse des prix due à un afflux de ces mêmes métaux, on l'a vu se réaliser d'une manière bien caractéristique et sous ses deux aspects successifs de 1873 à 1895 et de 1895 à 1914. Il est de tout point conforme aux données du raisonnement et de l'expérience économique. Ce paradoxe, qui n'a rien de paradoxal, dont l'explication est à l'origine des recherches de Wicksell, et qui choque les préjugés bancaires pour lesquels « abondance monétaire » signifie indifféremment abondance de disponibilités monétaires sur le marché et abondance de métaux précieux, s'explique très simplement. Il suffit d'envisager les changements profonds de la *demande* des capitaux en période, soit de baisse, soit de hausse des prix. On s'aperçoit alors que cette demande est généralement décroissante en période de baisse des prix, et, à l'inverse, généralement croissante en période de hausse, *au double point de vue* de son volume et du taux auquel la demande est faite. Voilà ce qui a complètement échappé à Nasse, et ce que les événements de la période suivante, en renversant les causes et les effets, allaient lumineusement démontrer ².

Dès ce moment, d'ailleurs, en Angleterre et en Amérique, deux écrivains, l'un déjà célèbre, Sir Robert Giffen, l'autre qui allait acquérir bientôt un grand renom, Irving Fisher, avaient fait la théorie exacte du phénomène.

L'article de Sir Robert Giffen sur *L'Or, le Taux d'Escompte*

¹ *Richesse des Nations*, chap. IV, livre II : « L'intérêt de l'argent marchant toujours du même pas avec les profits du capital, pourrait, de cette manière, être grandement diminué, quoique la valeur de la monnaie, c'est-à-dire la quantité de biens qu'une somme déterminée peut acheter, fût grandement accrue. » (Edit. Cannan, t. 1^{er}, p. 338.) Cf. sur ce point notre Chapitre II.

² Je me permets de renvoyer à mon article sur le *Taux de l'Intérêt* publié en 1912 et reproduit dans mes *Essais sur quelques Problèmes monétaires* de 1932.

*et les Prix*¹, publié en 1886, représente un bel effort pour analyser le mécanisme par lequel un afflux accéléré ou ralenti d'or agit à la fois sur les prix et sur le taux d'escompte. Dès cette époque, « la Cité » se plaisait à soutenir que c'est seulement à travers la hausse du taux d'escompte que l'abondance ou l'insuffisance de l'or peut agir sur les prix. « Dans un système bancaire aussi compliqué que le nôtre, affirmait-on dans ces milieux — comme plus tard après la guerre — il n'y a pas de lien nécessaire entre la frappe des monnaies et le prix des marchandises, et c'est seulement par l'intermédiaire du marché de l'escompte que les prix peuvent être influencés par la quantité d'or². »

Giffen s'élève contre cette conception. Les prix sont influencés à la fois *directement* par la quantité d'or introduite dans la circulation et *indirectement* par la hausse ou la baisse du taux de l'escompte. Entre ces deux influences, il y a des actions et des réactions complexes. La nouveauté de l'article de Giffen consiste dans la description qu'il en fait, première tentative de ce genre dans la littérature économique. Elle aboutit à la conclusion suivante : quand une baisse des prix se produit en raison de l'abondance croissante des marchandises et de l'insuffisance de l'or, cette baisse « équivaut à une diminution du capital *nominal* et par conséquent atténue la disproportion qui existe entre le chiffre des emprunts demandés au marché à court terme et la quantité de monnaie nécessaire pour y répondre... La chute des prix accroît l'aisance du marché monétaire et rend inutile une hausse du taux d'escompte ou *même* *provoque une baisse de ce taux, laquelle autrement n'aurait pas eu lieu* »³. En d'autres termes, la baisse des prix fait qu'un montant moins élevé de crédit suffit à faire circuler un même montant de marchandises; ou, si l'on préfère, la demande *nominale* sur le marché monétaire est moindre et le taux d'escompte ne se tendra pas autant (avec des réserves de banque identiques) que si le niveau des prix était plus élevé. Giffen en donne la démonstration statistique en montrant qu'entre 1874 et 1884 les chiffres des montants compensés au

¹ Dans la deuxième série des *Essays in Finance*, parue en 1886. Cet article n'a pas été réimprimé dans la troisième série. La première série des *Essays* a paru en 1880.

² GIFFEN, *Essays*, 2^e série, p. 54.

³ *Ibid.*, p. 55.

Clearing House et la circulation des billets de banque ont diminué, pendant que la réserve de la Banque d'Angleterre restait stationnaire et que l'or en circulation diminuait au lieu d'augmenter. La baisse moyenne du taux de l'escompte, loin d'être une preuve de l'abondance d'or, n'est donc qu'une conséquence de la baisse des prix.

Les observations de Giffen sont d'autant plus remarquables qu'il n'avait pas, comme nous l'avons aujourd'hui, la contre-épreuve du renversement de tous ces phénomènes lorsque l'afflux d'or du Transvaal a commencé. Elles soulignent aussi l'état d'esprit des « milieux bancaires », qui, ne voyant que les phénomènes à court terme, refusaient de reconnaître l'action sur le marché monétaire du mouvement général des prix et des relations entre la production de l'or et celle des marchandises. La théorie de Nasse¹ et de Lexis est le simple reflet de ces conceptions dont on pouvait retrouver l'expression en 1924 et 1925 dans les milieux bancaires américains les plus qualifiés².

Deux autres points méritent encore d'être relevés dans cette étude : 1° la distinction très nette faite par Giffen entre les mouvements du taux d'intérêt à long terme et les fluctuations beaucoup plus fréquentes et rapides du taux d'escompte et des prêts à court terme³, distinction que méconnaissent la plupart des économistes de cette époque et dont les événements d'après-guerre nous ont montré toute l'importance; 2° la prophétie vérifiée par les événements (comme celle de Wolowski, quinze ans plus tôt) qu'à moins de nouvelles découvertes d'or le niveau moyen des prix et des valeurs nominales au cours des dix années à venir sera plutôt moindre que dans les dix années précédentes⁴. Une fois encore la théorie « quantitative » a servi à prévoir *juste*.

De son côté, Irving Fisher, dans un article intitulé *Appreciation and Interest*, publié en 1886 et reproduit dans son livre sur le taux de l'intérêt, démontrait : d'abord que le parallé-

¹ Ce dernier discute longuement dans l'article cité plus haut les arguments de Giffen.

² Déjà, en 1907, Irving FISHER, dans son *Rate of Interest* (1907), consacre tout le chapitre XVI à réfuter cette théorie, « qui, malgré sa réfutation par les économistes depuis plus de cent ans, domine encore l'esprit de beaucoup sinon de la majorité des hommes d'affaires » (p. 318).

³ Giffen, p. 47.

⁴ *Ibid.*, p. 37.

lisme entre les mouvements à long terme de hausse de l'intérêt et les mouvements à long terme de hausse et de baisse des prix était connu dès le xviii^e siècle; ensuite, que la baisse ou la hausse du taux de l'intérêt sur de longues périodes était simplement l'ajustement de l'intérêt au pouvoir d'achat accru ou diminué de la monnaie.

Cette explication si simple suppose cependant acceptée la prémisse sur laquelle elle se fonde : la baisse initiale des prix provoquée par l'abondance des marchandises en face d'une production stationnaire de métal. Cette baisse, en effet, peut seule expliquer la réduction des profits, et, par une répercussion immédiate, la baisse de l'intérêt. Personne, jusqu'en 1898, n'avait jamais songé à ébranler cette prémisse.

Or, à cette date, paraît un ouvrage — qui passe presque inaperçu tout d'abord, mais devait depuis acquérir une grande notoriété et dont l'auteur, le Suédois Knut Wicksell, faisait preuve, dans l'examen des problèmes monétaires, à la fois d'une grande pénétration et d'un goût marqué pour le paradoxe. Il affirme froidement qu'« un accroissement de productivité ne peut pas en lui-même être la cause d'une chute des prix »¹. C'est la première fois dans l'histoire des idées économiques que cette affirmation est produite. A vrai dire, il ne semble pas très convaincu lui-même de ce qu'il avance; il paraît surtout agacé de l'affirmation constante des monométallistes que la baisse des prix depuis 1873 est due à la diminution du *coût de production* des marchandises — alors qu'il eût fallu dire qu'elle était due à la plus *grande abondance des marchandises*². Toujours est-il que, partant de là, il lui faut alors trouver à la baisse des prix une *autre cause* que l'augmentation des marchandises; cette autre cause est, d'après lui, la baisse insuffisante du taux de l'escompte.

Celle-ci cesse donc d'apparaître comme une conséquence de la baisse des prix; elle en est la cause, car, nous dit Wicksell,

¹ Cf. WICKSELL, *Interest and Prices*, p. 172. Nous citons d'après la traduction anglaise de *Geldzins und Güterpreis* parue en 1936 avec une introduction de M. OHLIN.

² La baisse d'un coût de production à elle seule pourrait, en effet — dans la rigueur de la théorie — *laisser la quantité de la marchandise vendue au même niveau* et libérer ainsi du revenu qui viendrait accroître la demande d'autres marchandises et faire monter le prix de celles-ci. Le niveau général resterait alors le même. Cette hypothèse est d'ailleurs purement théorique. Wicksell l'a reprise dans ses *Vorlesungen* de 1906.

elle est en réalité *insuffisante* par rapport à ce qu'elle *devrait être*, étant donné la baisse simultanée d'un taux d'intérêt qu'il appelle taux « naturel »¹. En d'autres termes : ayant à expliquer pourquoi la baisse des prix s'accompagne d'une baisse du taux de l'escompte, Wicksell répond : la baisse du taux de l'intérêt bancaire est une illusion ; en réalité, ce taux est *trop élevé*, par rapport à un certain taux naturel, qui, lui, a effectivement baissé, et la baisse continue des prix est le résultat de cette disparité entre les deux taux. Le taux de l'intérêt, et plus spécialement le taux de l'intérêt à court terme des banques, que tous les économistes jusqu'à Wicksell avaient considéré comme une *résultante* de l'ensemble des conditions du marché, apparaît alors comme l'*élément moteur* qui déclenche la baisse des prix. Et l'on arrive à cette extraordinaire conception : quand une longue période de baisse des prix s'accompagne d'une baisse également constante de l'intérêt bancaire, on devrait dire que cet intérêt est *trop haut* ; quand une longue période de hausse des prix s'accompagne d'une hausse également constante de l'intérêt bancaire, on devrait dire que cet intérêt est *trop bas*. Voilà un langage qui n'est pas de nature à faciliter la description des phénomènes économiques.

En s'attaquant directement à une proposition fondamentale, commune jusqu'ici aux quantitativistes et à leurs adversaires, Wicksell faisait preuve, d'ailleurs, de perspicacité dialectique. Ce que l'on peut reprocher, en effet, aux quantitativistes de cette époque, c'est de n'avoir pas tiré de cette proposition toutes les conséquences qu'ils auraient pu. En insistant sur l'insuffisance d'or, ils se plaçaient eux-mêmes dans une position difficile. Tous les raisonnements économiques qui prennent pour base l'absence de quelque chose ou son insuffisance (on l'a bien vu quand Senior a parlé de l'*abstention* du capitaliste) se heurtent inévitablement à l'objection : insuffisance par rapport à quoi ? absence par rapport à quelle « présence » ? Les « quantitativistes » auraient eu une position beaucoup plus forte s'ils s'étaient bornés à dire : « normalement —

¹ Nous parlons au chapitre suivant de la théorie du taux « naturel » de l'intérêt de Wicksell, et nous ne l'abordons pas ici. Il nous importe surtout de dépouiller de tous ses accessoires l'idée fondamentale de Wicksell que l'abondance des marchandises résultant des progrès techniques ne peut pas être considérée comme une cause indépendante et immédiate de la baisse des prix.

et en supposant toutes choses égales, d'ailleurs, y compris la quantité de monnaie existante — l'accroissement de la production des marchandises exerce sur l'ensemble des prix une pression continue (que ces prix soient effectivement payés en chèques, en billets ou en espèces métalliques, peu importe). Voilà le fait permanent, essentiel, qu'il faut mettre à la base de tout raisonnement sur ces matières. Cette pression est plus ou moins forte suivant que les méthodes de crédit et les systèmes d'économie de la monnaie se développent plus ou moins rapidement. Mais elle représente l'orientation normale du niveau des prix dans une économie progressive, où l'épargne crée constamment des capitaux nouveaux. *Or, cette baisse s'est trouvée interrompue à certaines périodes, et ces périodes, si l'on fait abstraction des variations cycliques, sont toujours celles où la production des métaux précieux servant de monnaie est devenue particulièrement rapide.* Rien d'étonnant à cela, puisque ces métaux permettent une demande supplémentaire de produits *qui n'est précédée par aucune offre de marchandises.* Cette demande devient un facteur de hausse qui multiplie à son tour le montant des crédits et la rapidité de circulation de la monnaie. Ainsi, dans les périodes prolongées de baisse des prix, l'offre des marchandises n'est pas contre-balancée par une production suffisante de métaux précieux pour que son action sur les prix soit compensée. Le facteur actif dans ces périodes n'est pas l'insuffisance des métaux précieux, mais la surabondance des marchandises. Au contraire, quand on découvre de nouvelles mines, le facteur actif est l'abondance des métaux précieux. Ainsi, l'accroissement des marchandises est un élément permanent de pesée directe sur les prix qu'il ne faut jamais perdre de vue ».

Wicksell, en refusant d'admettre cette proposition fondamentale, enlevait toute base au raisonnement de ses adversaires.

Si nous insistons sur ce curieux paradoxe, c'est d'abord parce que le livre de K. Wicksell, complètement négligé lors de son apparition, a été depuis la guerre — quoique son auteur, nous le verrons, ait depuis modifié sa conception — considéré comme contenant la meilleure explication des phénomènes auxquels nous assistons aujourd'hui; c'est en second lieu parce qu'il montre à quelles constructions aventureuses et irréelles, à quel

retournement des notions les mieux acceptées, a conduit, pendant la période que nous étudions, le désir d'échapper à tout prix à ce que l'on appelait avec dédain la théorie quantitative de la monnaie, dont Wicksell, d'ailleurs, par un dernier paradoxe, se déclare en principe partisan¹.

Abordons maintenant l'autre argument des « antiquantitatifs », à propos duquel nous allons retrouver le nom de Wicksell : la multiplication du crédit et de la monnaie de banque, qui aurait pratiquement effacé l'influence de la monnaie métallique dans l'établissement du niveau des prix.

Le développement des institutions de crédit, et en particulier des grandes banques de dépôts, est un des phénomènes les plus importants de l'histoire économique du xix^e siècle. A peu près contemporain de l'Act de Peel en Angleterre, il a pris, en France et en Allemagne, un élan rapide après la guerre de 1870-1871. Il s'accompagne d'ailleurs de la disparition graduelle de beaucoup de banques locales, de sorte que, dans un grand nombre de cas, il y a substitution d'une banque à une autre plutôt qu'augmentation des caisses de dépôts. En Angleterre, l'extension des banques de dépôts a favorisé l'emploi du chèque comme moyen de paiement. Des ouvrages comme ceux de Jevons, *La Monnaie et le Mécanisme des Echanges*, ou de Bagehot sur *Lombard Street*, venant après le grand ouvrage de Mac Leod, ont familiarisé tous les économistes avec le fonctionnement du Clearing House de Londres et le mécanisme de la monnaie « scripturale ». En France et en Allemagne, la multiplication des succursales de la Banque de France et de la Reichsbank, et le système de compensations organisé par ces deux grandes institutions, permettant de liquider sans transfert d'espèces un chiffre énorme d'opérations, frappe également les esprits. L'idée naît chez quelques personnes que dorénavant la monnaie métallique a fait son temps et pourrait bien être remplacée par un système général de « comptabilisme » — dans le genre de celui qu'Ernest Solvay cherchait à formuler

¹ On trouvera dans le chapitre de son livre intitulé : « La théorie quantitative et ses adversaires », une analyse extrêmement ingénieuse et originale du mécanisme par lequel une insuffisance de monnaie détermine la baisse des prix (cf. pp. 39 et suiv.). Il critique également dans ce chapitre tous les auteurs qui ont cherché à substituer à la théorie quantitative une doctrine nouvelle. Et il présente sa théorie comme un essai pour débarrasser la théorie quantitative des insuffisances qui la déparent.

en Belgique. En attendant, on se complaît dans la pensée, exprimée d'ailleurs sous la forme la plus vague, que la monnaie métallique sert tout au plus à liquider des soldes, mais n'exerce plus son action sur les prix que d'une manière toute indirecte et très lointaine.

Il y a dans ces idées beaucoup de fantasmagorie.

D'abord, on oubliait la circulation réelle d'or et d'argent qui, dans des pays comme l'Allemagne et la France — et même en Angleterre — tenait une place énorme dans les paiements quotidiens. On oubliait que le billet de banque — dans la mesure où il n'est pas un simple certificat d'or (car dans ce dernier cas il équivaut à une circulation effective de métal précieux) et où il représente une opération de crédit — ne fait, dans un grand nombre de cas, que se *substituer* à une vaste circulation interne de lettres de change, qui a pratiquement disparu. On oubliait que la circulation des chèques était en réalité limitée, en dehors de l'Angleterre, à une partie extrêmement faible de la population, qu'enfin les chambres de compensation servaient dans une très large mesure à la liquidation des opérations de Bourse qui n'exercent pour ainsi dire aucune influence sur les prix des marchandises ¹.

Par contre, l'immense majorité des paiements de salaires et des achats au détail, de consommateur à commerçant, continuaient à se faire en monnaie métallique.

Mais, même si la proportion des « crédits circulants » par rapport à la monnaie métallique avait été beaucoup plus grande qu'elle n'était réellement, en quoi la situation en eût-elle été modifiée? Le montant croissant des marchandises offertes sur le marché en aurait-il moins produit son effet de compression sur les prix? Il eût fallu, pour l'empêcher, qu'au fur et à mesure de l'accroissement des marchandises et à défaut d'un accroissement d'or, la quantité des crédits circulants augmentât, en

¹ Robert Giffen, dans une étude sur la hausse des prix, écrite en 1879 (publiée dans la première série des *Essays in Finance*), s'exprime ainsi : « Je doute qu'aucune grande économie dans l'emploi de l'or ait été introduite dans les trente dernières années... Dans le Royaume-Uni, toutes les méthodes connues pour économiser la monnaie — en particulier le système des chèques et les clearing-houses — paraissent avoir été en plein fonctionnement il y a trente ans comme aujourd'hui. Le Royaume-Uni était déjà couvert de banques en 1850, et leur extension depuis lors a simplement correspondu à l'accroissement de la population et de la richesse. » (P. 337.)

d'autres termes que, la baisse des prix n'étant pas contre-balancée par un accroissement d'or, le fût par un accroissement des crédits. Or, c'est justement le contraire qui s'est produit pendant ces années ¹. La masse des crédits circulants (billets et chèques) — et surtout la masse de ces crédits correspondant à des avances et à des escomptes —, loin de croître, a déchu ou est restée stationnaire. C'est le cas en France, en Allemagne et en Angleterre ². Disons plus : *il était impossible qu'il en fût autrement*, et toujours pour les raisons que nous avons déjà indiquées. Dès lors que l'accroissement général des marchandises offertes pèse nécessairement sur les prix — s'il n'est pas contre-balancé par un accroissement suffisant de métaux précieux — cette baisse, en réduisant les profits, réduit aussi l'activité, et par suite la *demande* de crédits. « Quand les prix baissent, les affaires se contractent, et la production est paralysée; le capital, sous forme d'or, s'accumule dans les banques, et le taux d'intérêt et d'escompte tombe », dit Sir Louis Mallet à la Commission de 1888 sur l'or et l'argent ³. Le même membre de la Commission disait, en parlant du rôle du crédit dans la fixation des prix : « La question est d'une telle complexité, et a été jusqu'à présent si imparfaitement étudiée par les économistes, qu'elle ne peut être discutée

¹ M. Hawtrey parlant de cette période (*The International Gold Problem*, p. 75) dit que la demande anormale d'or a été compensée pendant ces années par un « développement également anormal des instruments de crédit se substituant à l'or ». En réalité c'est le contraire qui est vrai. Mais cette affirmation chez un économiste de cette valeur prouve combien les faits sont mal connus dans ce domaine.

Les preuves numériques seraient aisées à donner. En ce qui concerne la France, il suffit de relire les rapports des sociétés de crédit de la période 1890 à 1895 pour y trouver la plainte toujours renouvelée sur la disparition du « matériel escomptable ». Le chiffre des effets de commerce en circulation (cf. l'ouvrage de ROULLEAU, sur le *Règlement des Effets de Commerce*, Paris, 1914) baisse entre 1880 et 1895 de 30 milliards à 26 milliards; la moyenne du portefeuille et des avances de la Banque de France de 901 millions à 856. Ces chiffres sont d'autant plus frappants quand on les compare avec leur augmentation rapide après 1895. Les mêmes constatations peuvent se faire en Allemagne, où l'on retrouve le même contraste entre les deux périodes. Pour l'Angleterre, Sir Robert Giffen, dans l'article que nous avons cité plus haut, constate qu'avec la baisse des prix, le chiffre des compensations au Clearing-House, la circulation des billets, ont baissé en même temps que les revenus taxés des contribuables. (Cf. *Essays in Finance*, 2^e série, pp. 79 et 82.) On n'insistera jamais assez sur le contraste que présente dans tous les grands pays le marché monétaire avant et après 1895, c'est-à-dire avant et après l'afflux de l'or du Transvaal.

² Rapport de la Commission royale republié par l'Université de Columbia en 1936 sous le titre : *The Monetary Problem, Gold and Silver Commission*, p. 267.

d'une façon adéquate dans notre présente enquête, mais je crois que le rôle du crédit est plutôt d'augmenter d'une façon considérable le nombre des transactions, de même que les moyens de paiement exigés pour les effectuer, que de diminuer la quantité de monnaie métallique nécessaire pour fournir la circulation demandée ¹. »

Effectivement, ce que les économistes avaient à dire à ce moment en ce qui concerne les effets du crédit sur les tendances de longue durée des prix se réduit à bien peu de chose. Ce n'est certes pas ce que Mill en a écrit dans son traité, où il consacre un chapitre spécial à ce sujet, qui peut être considéré comme apportant beaucoup de clarté. Dans ce problème difficile, Cairnes, esprit plus net que J. Stuart Mill, avait indiqué que, dans les pays où le crédit est développé, l'action d'un afflux de métaux précieux sur les prix est *multiplié* par les facilités de crédit, thèse qui tendrait à donner *plus*, et non pas *moins* d'influence à ces métaux sur les prix dans un système de crédit développé, et qui est, comme on le voit, en contradiction directe avec celle de Nasse. D'autres économistes faisaient remarquer que, dans chaque pays, la quantité des crédits circulants restait dans un rapport assez constant avec le stock monétaire, et qu'ainsi les crédits circulants se proportionnaient à ce stock, mais ne servaient pas à *en compenser l'insuffisance* (comme Ricardo le pensait). Ce rapport, d'ailleurs, n'est pas fixe, mais élastique; il varie avec les fluctuations cycliques d'essor et de dépression. C'est Irving Fisher qui, un peu plus tard, à mis ce fait en évidence. Il a montré, plus complètement qu'aucun auteur avant lui, que le montant des crédits circulants est avec le montant de la monnaie métallique dans un rapport qui change très lentement ². Il a montré également que, dans les longues périodes de hausse des prix, la rapidité de circulation de la monnaie et le volume du crédit augmentent au lieu de diminuer, et qu'ils diminuent en période de baisse. Par conséquent, dans les cas où ces hausses et ces baisses sont dues à l'afflux des métaux précieux ou à leur insuffisance, le crédit et la rapidité de circulation, loin de

¹ *Op. cit.*, pp. 262-263.

² I. FISHER, *Purchasing Power*, p. 50.

compenser ou d'atténuer les effets de cet afflux ou de cette insuffisance, les *renforcent*.

Ainsi, l'argument basé sur le développement du crédit, non seulement est dépourvu de toute base théorique, mais se trouve en contradiction directe avec les constatations de l'expérience.

Wicksell, seul, a eu le courage de soutenir le contraire en poussant là aussi les idées vagues et confuses des antiquantativistes jusqu'à un principe simple et logique. Malheureusement, ce principe est en complète contradiction avec la réalité. Partant du fait si souvent exposé par tous les analystes du marché monétaire que la fourniture de crédit par une banque aboutit à la création d'un dépôt dans une autre banque (ou dans la même), il conclut que, *dans un système où les banques ne seraient pas exposées à des demandes de remboursements*, le crédit pourrait être étendu *indéfiniment*.

Dans un système de banque parvenu à son développement idéal, écrit-il, et où, par conséquent, l'immense majorité des transactions s'effectueraient au moyen de chèques, on ne peut plus alors parler de l'offre monétaire comme facteur indépendant, essentiellement différent de la demande monétaire; peu importe les sommes que l'on demande aux banques; *elles sont toujours en état de les fournir*, tant que l'emprunteur fournit des garanties suffisantes. Les banques n'ont qu'à écrire un chiffre au compte de l'emprunteur pour représenter un crédit accordé ou un dépôt créé. Quand un chèque est ensuite tiré et présenté aux banques, elles créditent le compte du propriétaire du chèque d'un montant correspondant (ou réduisent son débit du même montant). L'« offre monétaire » (*the supply of money*) est ainsi fournie par la demande elle-même¹.

Voilà vraiment réalisée cette indépendance du niveau des prix vis-à-vis des stocks de monnaie métallique dont nous parlaient certains antiquantativistes! Combien inutile, si les choses sont vraiment ainsi, de conserver même une réserve quelconque de banque! La vieille formule du xvm^e siècle et de Ricardo est renversée. Ceux-ci disaient : toute l'offre de monnaie trouve une demande correspondante; ici l'on nous dit : l'offre s'adapte indéfiniment à la demande. La monnaie, comme l'air, devient un bien libre! Quelle merveilleuse découverte! Et que faut-il pour cela? Simplement que le public

¹ WICKSELL, *Interest and Prices*, p. 110.

ne redemande jamais ses dépôts... et aussi que « l'emprunteur fournisse des garanties suffisantes ».

Cette simple petite restriction, que Wicksell a mise lui-même (et comme en passant!) à sa conception, démontre assez la fantasmagorie de tout le système, car les garanties bancaires ne sont pas, elles, en nombre indéfini! Wicksell oublie simplement qu'à chaque nouvelle avance la *marge de crédit* de la banque se réduit. Mais à quoi bon insister? Quel est le banquier, aux prises avec les difficultés du problème de la « liquidité », qui ne sourirait pas devant d'aussi magnifiques perspectives?

Si quelque chose pouvait servir à démontrer les contradictions des différents systèmes qui prétendent écarter la production de monnaie métallique de l'explication du niveau des prix, ce sont bien les deux positions que Wicksell, logicien impénitent, a été amené à prendre : l'augmentation des marchandises ne diminue pas le niveau des prix, et, d'autre part, la demande de crédit crée toute l'offre de crédit nécessaire. Quand ces deux propositions auront été, non pas seulement « posées », mais démontrées et acceptées par les économistes et les hommes d'affaires, on pourra en étudier sérieusement les corollaires. D'ici là, nous les considérerons comme appartenant à la géométrie économique non euclidienne.

Le livre de Wicksell marque le point théorique extrême auquel aboutissait le refus d'admettre, comme un des éléments de la baisse prolongée des prix, la production ralentie des métaux précieux, depuis que l'un d'eux avait été privé de son rôle monétaire, et que l'autre restait seul pour répondre à la demande monétaire des pays anciennement au double étalon, ou à l'étalon d'argent. Il ne restait plus, ayant ébranlé tous les fondements de la théorie jusque-là consacrée des hausses ou des baisses de longue durée des prix, qu'à trouver à ces mouvements une cause nouvelle : c'est alors qu'a surgi la doctrine de l'écart entre le taux d'escompte et l'intérêt « naturel » du capital, dont nous parlerons plus longuement au chapitre suivant et à laquelle Wicksell lui-même a fini par ne plus croire. Mais quelques-uns de ses disciples attardés n'ont pas cessé encore de la préconiser.

§ III. — L'essor économique de 1895 à 1914 et la production des mines du Transvaal

Au moment où paraît le livre de Wicksell (1898), dernier effort pour expliquer la baisse des prix mondiaux sans référence ni à la quantité de marchandises ni à la quantité de monnaie, les faits commencent déjà à lui donner un démenti.

L'or, trop longtemps absent de la scène du monde, y reparaît avec éclat. La découverte des mines du Transvaal, dont l'exploitation commence dès 1890, accélère prodigieusement le rythme de sa production. Elle accumule dans les banques centrales d'émission, de 1890 à 1895, d'amples réserves qui n'attendent que la fin de la dépression pour se répandre dans la circulation. En quelques années, la température économique du monde change : une hausse prolongée des prix succède à partir de 1895 à une baisse de vingt-deux ans.

Les hommes de ma génération qui ont vécu ce tournant n'oublieront jamais avec quelle stupéfaction, ayant été nourris depuis l'enfance dans l'idée d'une irrémédiable décadence économique, ils ont assisté à ce renouveau d'activité et de prospérité si inattendu, surtout en France, et que le grand public se plaisait à l'époque à attribuer à l'Exposition universelle de 1900!

Walras, qui est toujours resté fidèle à l'interprétation quantitative (quoique hostile au bimétallisme), annonce dès 1895 — *avant qu'aucun effet sur les prix se soit encore manifesté* — l'évolution inévitable qui va se produire :

En défalquant, dit-il, des 14 ou 15 milliards d'or qui doivent nous arriver du seul Witwatersrand, la valeur de la quantité d'or qui sera employée à des usages industriels et de luxe, on a pu évaluer sans aucune exagération à 12 ou 15 % la hausse des prix qui se produira d'ici à une dizaine d'années, du fait de l'accroissement dans la production de l'or. Tous les gens qui profitent de l'excédent d'un prix de vente sur un prix de revient, les entrepreneurs d'agriculture, d'industrie, de commerce, et les capitalistes-actionnaires, qui vendront longtemps les produits en hausse avant d'élever le prix des services producteurs, vont nager en pleine prospérité. En revanche, tous les gens qui vivent d'un revenu fixé à forfait, les propriétaires fonciers, travailleurs et capitalistes-obligataires, vont se trouver dans la gêne. Les propriétaires qui cultivent eux-mêmes sont des entrepreneurs; les autres espèrent réussir assez vite à faire élever leurs fermages; mais les ouvriers auront à recourir au procédé, si coûteux

et si pénible pour eux, de la grève, pour faire élever leurs salaires; les employés et les fonctionnaires publics auront plus de mal encore à faire élever leurs traitements; et, quant aux petits capitalistes, porteurs d'obligations, ils n'ont aucun moyen quelconque de faire élever leurs intérêts, qui sont fixés définitivement, et ils sont assurés d'ores et déjà d'être remboursés de leur capital en une monnaie dépréciée ¹.

Prophétie qui va se vérifier avec la même précision que celles en sens contraire de Wolowski en 1869 et de Giffen en 1886.

Dans le domaine du crédit, le renversement des phénomènes est saisissant: accroissement rapide du portefeuille des banques de dépôts et des banques d'émission; accroissement de la vitesse de circulation de la monnaie; hausse continue du taux d'escompte et de l'intérêt à long terme. C'est la contre-partie exacte du tableau de l'époque précédente. Le rôle de la *demande* de crédit apparaît maintenant avec une netteté parfaite. Elle s'accroît en volume et se fait à un taux de plus en plus élevé, de même que, dans la période précédente, on l'avait vue décroître en volume et se faire à des taux de plus en plus bas. Loin que le crédit et la vitesse de circulation servent en quelque sorte de balancier compensateur à l'abondance monétaire, suppléant à une quantité insuffisante d'espèces ou se restreignant quand la quantité de monnaie s'accroît (conformément à la doctrine de Ricardo), c'est le phénomène contraire qui se vérifie. Wolowski se trouve avoir raison, lui qui, dès le début de ces controverses, avait insisté sur le développement parallèle de la quantité de monnaie et du crédit. En même temps, la thésaurisation si caractéristique de l'époque précédente diminue. C'est que la *demande de monnaie métallique en vue de sa conservation* (contrairement à la demande de crédit) diminue. Ayant le choix entre la conservation de ses biens sous forme monétaire ou sous forme de marchandises, le public préfère celle de ces formes qui lui donne la chance d'une augmentation de valeur. Or, le pouvoir d'achat de la monnaie diminue, tandis que le prix des marchandises augmente. La fonction de conservation de la valeur tend donc, comme en toute période de rapide accroissement de la monnaie, à passer de l'or aux marchandises.

¹ LÉON WALRAS, *Etudes d'Economie politique appliquée : Le Péril bimétalliste*, p. 676. L'article reproduit dans ce recueil a paru en 1895 dans la *Revue socialiste*.

Cette période, 1896 à 1914, restera certainement dans les annales économiques du monde, comme l'une des plus prospères et des plus brillantes. Elle présente sur presque tous les points l'inverse des phénomènes de la période précédente. C'est la réplique de la période de 1851 à 1870. L'étalon d'or se renforce partout grâce à l'abondance de la production de métal jaune. L'Amérique du Sud, elle-même, célèbre jusque-là par ses crises monétaires, stabilise ses monnaies. L'Argentine et le Brésil, parviennent enfin, grâce à la hausse du prix des produits agricoles, à remplir leurs caisses de conversion et à équilibrer leur change. L'Italie, si longtemps condamnée au papier-monnaie, revient lentement au pair de la lire, qu'elle atteint en 1912. L'Espagne voit régulièrement son change remonter. La Russie sort, pour un court laps de temps, du papier-monnaie, qui est son régime habituel, et revient en 1899 à l'étalon d'or, en même temps que l'Autriche-Hongrie. Les Indes stabilisent sans peine le cours de la roupie, et le système du *Gold Exchange Standard* est introduit dans des pays de plus en plus nombreux. Tous les effets bienfaisants d'un afflux d'or signalés par Newmarch pour la période 1851-1857 font de nouveau leur apparition. Nul ne parle plus de rareté des métaux précieux. Les tentatives de conférences internationales pour revenir au bimétallisme généralisé échouent toutes devant la résistance de l'Angleterre. La seule plainte qui surgisse est celles des consommateurs, et surtout des consommateurs ouvriers, qui voient monter le prix de la vie. On s'achemine, à la fin de cette période, vers une conférence internationale pour rechercher les moyens d'enrayer la hausse du coût de la vie. Le président Taft s'apprête à la convoquer. Des projets de stabilisation de la valeur de la monnaie, comme ceux d'Irving Fisher, occupent l'attention des économistes. Il s'agit, non pas comme aujourd'hui, d'empêcher l'or de hausser de valeur, mais au contraire de l'empêcher de perdre constamment une partie de son pouvoir d'achat. Irving Fischer préconise un renforcement du poids de l'unité monétaire. De même qu'après la crise de 1930 certains prophètes ont annoncé la baisse ininterrompue des prix, de même un grand nombre d'écrivains prédisent une hausse continue. Ils tirent de cette perspective les conclusions les plus

sombres sur l'avenir des classes populaires et du bien-être général.

Cependant, la prospérité de l'industrie, la facilité avec laquelle les Etats et les particuliers remboursent leurs obligations et s'accroissent les encaisses des banques d'émission, font oublier les difficultés nées de la vie chère.

Quelle est, pendant cette période nouvelle de l'histoire monétaire, l'attitude de la doctrine économique?

Quelques écrivains restent fidèles aux idées de l'époque précédente : ils continuent, soit à nier toute relation entre la hausse des prix et le nouvel afflux d'or, soit à n'attribuer à ce dernier qu'une influence secondaire ¹. D'autres, qui avaient nié précédemment tout rapport entre la baisse des prix et la production ralentie des métaux précieux, n'hésitent pas à reconnaître maintenant l'action des nouvelles découvertes de métal jaune. Wicksell — nous le dirons au chapitre suivant — abandonne ouvertement dès 1906 la thèse de l'indépendance des prix à l'égard de l'or. Dans la préface à ses *Vorlesungen*, il reconnaît que le retournement de la tendance des prix depuis 1895 est en rapport avec le rapide accroissement de l'or.

Quant aux économistes qui n'avaient jamais abandonné cette thèse, ils la voient singulièrement fortifiée par les événements. Irving Fisher est parmi eux celui dont les ouvrages attirent le plus justement l'attention ².

En même temps — et toute crainte de retour au bimétallisme étant désormais écartée — un examen statistique plus objectif des relations de fait entre les mouvements des prix et la production mondiale de l'or redevient possible. Ceux qui s'y emploient parviennent à la conviction de plus en plus assurée que l'origine de la baisse des prix de 1873 à 1895 se trouve effectivement dans la démonétisation de l'argent et dans la production relativement stationnaire des mines d'or jusqu'en 1890. Cette thèse n'implique ni le désir de revenir à un système monétaire périmé, ni une critique des décisions

¹ M. Lescure et M. Nogaro, dont les travaux par ailleurs ont éclairé si utilement certains aspects des crises et des rapports entre le change et les prix, représentent cette double tendance. M. Nogaro, cependant, a concédé, en différents endroits de ses livres, une certaine influence à la production de l'or, mais comme à regret. Sur Lexis, voir plus haut, pp. 249 et 250.

² En particulier *The Purchasing Power of Money* de 1911, et *The Rate of Interest* de 1907.

prises après 1875 par les anciens pays bimétallistes. Elle aboutit seulement à marquer plus fortement la dépendance du niveau mondial des prix à l'égard de l'or. L'ouvrage d'un jeune statisticien, Marcel Lenoir¹, trop tôt enlevé à la science, mérite tout spécialement d'être mentionné ici. A côté de lui, les noms de MM. Aupetit, Fisher, Cassel, sont présents à tous les esprits.

Les constatations de M. Cassel ont eu un retentissement particulier. Prenant pour base l'indice des prix de Sauerbeck et celui de Jevons, il observe que le niveau marqué par ces indices en 1850 et 1910 est identique, ou presque identique, ainsi du reste que la moyenne des niveaux des années 1848-1851 (suivant la crise de 1847), et celle des niveaux des années 1908-1911 (suivant la crise de 1907). Il considère donc le niveau identique de 1850 et de 1910 comme *normal*, et le prend comme base, en lui donnant l'indice 100, au-dessus et au-dessous duquel seront exprimés les niveaux des années 1800 à 1910. Il calcule ensuite, en tenant compte de la perte par usure, la quantité d'or existant dans le monde en 1800, 1850 et 1910, et trouve les trois chiffres (en milliards de mark anciens) : 5,735 — 10 — 52. Ainsi, de 1850 à 1910, le stock d'or a été multiplié par 5,2, ce qui correspond à un accroissement moyen chaque année de 2,8 % par rapport au stock existant au début. Et comme le niveau des prix est le même aux deux extrémités de la période, il en conclut qu'un pareil accroissement est justement celui qui convenait au développement économique de ces années pour maintenir les prix stables. Un accroissement régulier de 2,8 % peut donc être considéré comme l'accroissement *normal* de la période envisagée. Il trace la courbe du stock d'or *normal* en la faisant remonter jusqu'en 1800 sur la même base.

Ceci posé, il est naturel d'attribuer les variations des prix, qui se sont produites au cours de ces années, aux écarts entre le stock effectif et le stock « normal » de chaque année. Il calcule ces écarts en divisant chaque année le stock effectif par le stock normal. Il obtient ainsi des chiffres qui varient au-dessus et au-dessous de 1 (chiffre correspondant aux deux années 1850 et 1910, où le stock normal et le stock effectif ont été choisis comme égaux). Cette courbe est celle du stock d'or *relatif*.

¹ LENOIR, *Etude sur la Formation et le Mouvement des Prix*, Paris, 1913.

Comparant alors l'allure de cette dernière courbe à celle des prix calculés comme il est dit plus haut, il arrive à constater une concordance nette entre ses mouvements et ceux des prix en hausse ou en baisse ¹.

On a reproché à cette méthode le caractère arbitraire du choix des années destinées à dégager l'accroissement « normal » de l'or ². Mais en choisissant même d'autres années, le contraste frappant entre l'allure des prix avant et après la découverte des mines du Transvaal ne disparaît pas. Or, c'est ce contraste — ce retournement total de l'allure générale des prix avec tous les phénomènes d'activité économique accrue qui l'ont accompagné — qu'il faut expliquer.

§ IV. — L'interprétation quantitative après la guerre

Le dernier épisode, auquel se sont rattachées de nouvelles controverses, est né avec la guerre et les extraordinaires mouvements d'or et de prix qui se sont produits une fois la paix revenue.

Le mouvement des prix pendant la guerre a été déterminé presque exclusivement, non par la production de l'or (celui-ci ne jouant pratiquement plus aucun rôle monétaire), mais par l'émission de papier-monnaie dans l'immense majorité des pays belligérants, et même dans une partie des pays restés neutres. La convertibilité du billet a été presque partout suspendue, les besoins de l'Etat ont provoqué d'énormes émissions de papier-monnaie, soit par les banques centrales, soit par les gouvernements, et cette politique a eu pour conséquence une élévation violente du niveau des prix, ou, si l'on préfère, une dépréciation formidable du pouvoir d'achat des unités monétaires nationales devenues, depuis le cours forcé, de simples titres de créance entièrement détachés de l'or. Il ne se trouve personne aujourd'hui pour contester que la création à la fois de papier-monnaie d'Etat et de crédits de banque inconvertibles

¹ G. CASSEL. *Theoretische Sozialökonomie*, Leipzig, 1918, § 54.

² C'est la critique que lui adresse M. Nogaro dans une édition récente de son livre *La Monnaie et les Phénomènes monétaires contemporains*, Paris, 1935. Nous avons nous-même, dans un article intitulé *Interprétation de la Baisse des Prix depuis la Crise*, publié en 1936 en brochure chez Sirey, essayé une présentation statistique un peu différente, mais aboutissant à la même conclusion que Cassel.

pour répondre aux besoins de l'Etat soit à l'origine de cette énorme hausse. La controverse sur les effets de l'abondance ou de l'insuffisance d'or pour soutenir le niveau des prix n'a donc pu recommencer que le jour où un certain nombre de grands Etats sont revenus au régime de l'étalon-or.

La période de 1920 à 1930 a vu se réaliser les stabilisations successives et le retour à la convertibilité de la plupart des grandes monnaies. Ces stabilisations se sont effectuées partout en prenant pour base la seule monnaie restée convertible presque sans interruption, le dollar des Etats-Unis.

Mais cette convertibilité du dollar, par quoi a-t-elle été rendue possible? Par deux faits :

1° Les Etats-Unis ont procédé eux-mêmes à une formidable création de monnaie de banque pour fournir à l'Etat les moyens de payer des sommes bien supérieures à celles que lui aurait fournies son budget normal. Cette politique aurait dû amener la proclamation du cours forcé, si le transfert aux Etats-Unis pendant la guerre des réserves d'or des pays belligérants, lesquels ont payé avec ces réserves une partie de leurs achats aux Etats-Unis, n'avait permis de maintenir la convertibilité du dollar presque sans interruption;

2° Après la guerre, l'envoi exclusivement aux Etats-Unis de l'or nouvellement extrait des mines a permis de renforcer encore cette convertibilité. Cet envoi n'a pu s'effectuer que grâce au refus des grandes banques européennes de changer leur prix d'achat d'avant-guerre et d'acquérir l'or au nouveau prix qui s'était établi sur le marché par suite de la dépréciation des monnaies de papier. L'or continuait à être payé à Londres en livres sterling ou à Paris en francs au prix légal fixé avant la guerre. Mais la livre sterling et le franc étaient dépréciés par rapport au dollar, de sorte qu'en vendant un certain poids d'or à New York, en le transformant en dollars et en achetant avec ces dollars des sterlings ou des francs, on en obtenait un montant très supérieur à celui que les banques d'Angleterre et de France voulaient bien donner pour ce poids. C'est la vraie et seule cause de l'envoi d'or aux Etats-Unis. L'accusation portée contre ceux-ci d'avoir voulu l'accaparer est absurde, surtout de la part des pays qui, par leur propre politique monétaire, provoquaient cette accumulation.

Mais cet or, qui venait simplement fortifier les réserves des banques des Etats-Unis, s'accumulait dans un pays dont le niveau des prix, même après une première chute, lors de la crise de 1920-1921, se trouvait encore de près de 50 % plus élevé que le niveau de 1913. Or, aucune modification dans l'accroissement de la production mondiale de l'or ne pouvait rendre plausible une hausse des prix-or de près de 50 % dans un court espace de huit ans. Le doublement de la production de l'or du monde en vingt ans, de 1895 à 1914, n'avait accru ce niveau que de 25 à 30 %. Le niveau des prix-or américains était donc absolument anormal. Il était le résultat de phénomènes tout à fait exceptionnels, de la situation artificielle et momentanée créée par la guerre.

A partir de 1924, et plus encore de 1925, deux grands pays européens, l'Allemagne et la Grande-Bretagne (celle-ci bientôt suivie par ses dominions et ses colonies) sont revenus à l'étalon d'or. Le niveau des prix-or dans ces pays s'est donc trouvé rattaché à celui des Etats-Unis. Le paradoxe d'un pareil relèvement de prix, devenus dorénavant des prix mondiaux, est aussitôt apparu : une baisse générale a débuté à ce moment. Un événement semblable s'est produit lors de la généralisation de l'étalon-or après 1873. On avait alors démonétisé l'argent pour laisser à l'or seul la fonction d'étalon. Après 1925, c'est l'étalon-papier qu'on abandonne pour revenir au seul étalon d'or, et les prix aussitôt fléchissent.

Le retour à l'étalon d'or marque l'arrêt de toute création nouvelle de papier dans les pays où il a lieu. *Or, le simple arrêt de l'accroissement du papier-monnaie, même sans réduction, suffit pour déclencher une baisse.* En effet, la production des marchandises avait repris sa marche normale (laquelle comporte un accroissement continu) dès la guerre finie. Il en résultait une pression sur l'ensemble des marchés pour faire absorber ces marchandises par des revenus nominaux devenus dorénavant stationnaires.

Cette baisse a été particulièrement profonde et prolongée. Nous en voyons deux raisons : d'abord, elle devait être d'autant plus rapide que le niveau des prix avait lui-même été plus exagérément élevé par la surabondance monétaire. La concurrence des producteurs sur le marché s'exerce en effet au moyen

de la réduction des prix de revient, permettant à la fois une augmentation de la quantité offerte et un abaissement des prix de l'unité vendue. Or, quand les prix ont tous été préalablement surélevés de 50 % (la population ouvrière et l'équipement technique restant à peu près stationnaires), une *même quantité* de travail ou de capital matériel économisée dans la fabrication d'un produit est *comptabilisée à un prix dépassant de 50 % celui de la période antérieure*. La même économie de travail ou de capital matériel, qui, au niveau bas des prix représentait 100 francs, en représente 150 au niveau plus élevé. Par conséquent, au niveau plus élevé des prix, le même progrès technique qui aurait permis autrefois un abaissement des prix de vente de 100 francs, permet un abaissement de 150. Le premier effet de la concurrence rétablie et de l'abaissement des prix de revient pour forcer une demande que l'inflation a cessé de gonfler sera donc une offre à des prix *très rapidement décroissants*. Au fur et à mesure que le niveau général des prix s'abaissera, l'allure de la baisse se ralentira. Tout se passe comme pour un ressort facile à comprimer au début, et qui offre une résistance croissante au fur et à mesure que la compression est poussée plus loin.

Le fait qu'on ait en Angleterre prématurément et témérairement déclaré convertible en or le papier-monnaie, et qu'en Amérique l'afflux de l'or ait dissimulé les effets normaux de l'inflation de papier, n'a rien changé au phénomène lui-même. Il a eu simplement pour conséquence que la baisse a été une baisse de *prix-or* et non de *prix-papier*; mais l'élévation de ces prix par rapport à ce qu'ils étaient avant la guerre n'en était pas moins exagérée, et le mécanisme de baisse rapide que nous venons de résumer devait fonctionner comme si les prix-or étaient des prix-papier.

Et voici une seconde raison : une baisse des prix de longue durée se poursuit normalement jusqu'au moment où l'or nouveau sorti des mines exerce son action en sens inverse et crée une demande nouvelle de produits dans des pays progressifs. L'histoire des prix, si l'on élimine les variations cycliques, se résume en effet en une tendance continue à la baisse, contre-carrée de période en période par l'effet des découvertes de métaux précieux.

Or, la surabondance du papier-monnaie *artificiellement ramené à la valeur-or d'avant-guerre* (aux Etats-Unis, par l'afflux de l'or européen, en Angleterre, par une stabilisation au cours ancien de l'or), a eu *pour résultat de réduire à presque rien l'action de l'or nouveau.*

Expliquons-nous. Supposons qu'en 1913 la quantité de monnaie métallique servant de base aux échanges fût par hypothèse égale à 10 milliards de francs, représentant 0 gr. 3225 par franc, soit 322.500 kilos pour 1 milliard, et que cette quantité soit remplacée, en raison de l'inflation de guerre, par 40 milliards de papier-monnaie. Grâce à un retour au pair de la monnaie — provoqué par diverses mesures — ces 40 milliards sont dorénavant considérés comme équivalents à l'or. La circulation totale, censée de nouveau convertible, est donc de 50 milliards de francs, et la Banque continue à livrer 1 franc chaque fois qu'on lui apporte 0 gr. 32 d'or. Si, en 1913, la production annuelle était de 322.500 kilos, elle aurait ajouté 1 milliard de francs à un stock monétaire de 10 milliards, le faisant ainsi grossir de 10 %. Dans les conditions nouvelles d'après-guerre (avec retour au pair des 40 milliards de papier créé), la même production ajoutera toujours 1 milliard de francs au stock monétaire. Seulement, ce milliard ne représentera plus que 2,5 % (au lieu de 10 %) du stock existant. En d'autres termes, l'influence de l'afflux d'or sur les revenus et par conséquent sur les prix sera cinq fois plus faible qu'avant.

C'est exactement ce qui s'est produit aux Etats-Unis et en Angleterre. Ces deux pays avaient créé une quantité considérable de papier-monnaie, mais prétendaient maintenir ce papier au pair d'avant-guerre. En d'autres termes, ils entendaient, après avoir triplé ou quadruplé leur circulation monétaire, maintenir cependant à chaque unité composant cette circulation la même valeur métallique qu'avant guerre tout en lui conservant le même pouvoir d'achat réduit résultant de la guerre. Il en résultait qu'une production annuelle d'or égale à celle d'avant la guerre ne représentait plus qu'un accroissement de pouvoir d'achat beaucoup plus petit *par rapport au pouvoir d'achat existant.* En d'autres termes, l'action de la nouvelle production d'or sur les prix a été réduite à très peu de chose.

C'est là que l'effet compensateur des dévaluations anglaise et américaine apparaît nettement.

Reprenons l'exemple théorique de tout à l'heure et supposons que par une dévaluation on divise par cinq le poids d'or contenu dans 1 franc en modifiant la définition de celui-ci. Supposons toujours une production annuelle de 322.500 kilos. Avec ce poids de métal, on frappera (ou la banque d'émission émettra sous forme de billets, ce qui revient au même), non plus 1 milliard, mais 5 milliards de francs. L'accroissement du pouvoir d'achat redeviendra 10 % pour l'année. Le taux d'accroissement ira ensuite se ralentissant, à moins d'une augmentation de la production annuelle de l'or. C'est ce qui se serait produit dans tous les cas. *Le fait à retenir, c'est que le contrepoids qui, avant la guerre et l'inflation, s'opposait à la baisse des prix, est rétabli au même niveau.*

La dévaluation anglaise, soit dit en passant, a, comme toute baisse généralisée des prix-or, grandement stimulé la production d'or. Les prix de revient en livres des exploitants des mines sont restés presque identiques, alors que le produit de la vente de l'or en sterling dévalués s'accroissait de tout le montant de la dévaluation. De là, depuis cinq ans, les chiffres de plus en plus impressionnants de production dans toutes les régions d'exploitations anciennes au moment où de nouvelles, comme en Russie, venaient s'y ajouter.

L'effet de la dévaluation anglaise et américaine a donc été d'abord de rendre à la production nouvelle de l'or son influence sur le niveau des prix, ensuite de la stimuler d'une manière exceptionnelle.

D'autre part, elle a réduit d'un seul coup le niveau des prix-or anglais et américains, sans modifier le volume des revenus nominaux en sterlings et en dollars. Elle a réalisé le même effet qu'une déflation lente avec cette différence que la déflation comporte une réduction progressive de tous les revenus nominaux qui ne va pas sans des conséquences périlleuses pour tous les débiteurs ¹.

¹ Que se passerait-il en effet en cas de déflation? Reprenons l'exemple donné plus haut. Soit 50 milliards la circulation monétaire, soit 500 le niveau de l'index des prix correspondant à une production de marchandises de 1.000 milliards de tonnes au prix moyen de 1 franc par tonne. Si les prix baissent jusqu'au point où dorénavant 1 franc achètera, non plus 1 tonne, mais 5 tonnes de marchandises,

Les considérations précédentes viennent confirmer avec une grande force les doctrines qui accordent une action prépondérante dans la fixation du niveau des prix soit à l'accroissement des marchandises pour incliner ce niveau vers la baisse, soit à l'accroissement de l'or pour l'orienter vers la hausse. Elles contredisent à la fois les idées défendues à ses débuts, par Wicksell qui nie la première et celles des partisans de Lexis, Nasse ou de Foville, qui repoussent la seconde.

Aussi ne faut-il pas s'étonner que, depuis la fin de la guerre, le plus grand nombre des économistes aient attaché une importance prépondérante au rôle joué par l'or dans les fluctuations sensationnelles subies par le niveau des prix mondiaux dans la crise présente.

Si l'on essaie de faire un bilan très résumé des doctrines soutenues à cet égard, on constate d'abord une double tendance dans les explications données de la crise mondiale.

Certains écrivains s'attachent avant tout à expliquer le « retournement » des prix et le déclenchement de la crise en 1929 et 1930. Le mécanisme de ce « déclenchement » ne diffère évidemment pas de celui qui a fonctionné lors des crises antérieures. La péripétie qui transforme une hausse en une baisse des prix offre depuis toujours un objet particulièrement difficile à l'analyse des économistes. Mais sous ce rapport la crise de 1929-1930 ne diffère pas essentiellement — sauf en ce qui concerne les circonstances de fait — des crises antérieures. Peut-être est-elle plus dramatique que d'autres, et plus complexe en raison du retard avec lequel elle s'est produite. Mais elle est un exemplaire particulier d'une « espèce » déjà connue ¹.

Le problème que pose la crise actuelle est moins celui de son déclenchement que celui de sa *persistance* et de sa *profondeur*. C'est la période de dépression postérieure à la crise

Le pouvoir d'achat du franc sera multiplié par 5, et le pouvoir d'achat de 0 gr 32 d'or, qui avait été réduit par la hausse des prix de 5 à 1, sera de nouveau ce qu'il était auparavant. Mais, pour en venir à ce résultat, il faut une formidable baisse des prix avec toutes ses conséquences pour les débiteurs. A partir de ce moment, le nouvel or produit représentera par gramme le même accroissement de pouvoir d'achat.

¹ Les ouvrages qu'il faudrait citer ici sont si nombreux qu'il est impossible de faire un choix qui ne comporte pas d'injustice. Cependant, le livre de M. ROBBINS : *La Grande Dépression*, ne peut être passé sous silence pour l'Angleterre, ni celui de MM. WARREN et PEARSON pour les Etats-Unis ou de M. NOGARO en France.

-- semblable à la longue dépression consécutive à la crise de 1873 — qui met en jeu le problème de l'influence de l'or sur les prix et de celle antérieure du papier-monnaie. C'est ici qu'il est intéressant de noter, pour les rapprocher des doctrines examinées dans les pages précédentes, les courants d'idées qui se sont manifestés depuis dix ans.

En première ligne, les délibérations de la délégation de l'Or de la Société des Nations — quoi qu'on puisse penser de certaines de ses conclusions — ont montré que tous les experts consultés attachaient à la production de l'or comme facteur des prix une importance fondamentale. L'insuffisance de l'or a été le leit-motiv de ces discussions. Reprocher spécialement au Comité d'avoir mal prédit le cours ultérieur de cette production serait injuste; d'abord parce que toutes les prédictions d'économistes ou de géologues sur l'avenir de l'or ont régulièrement été démenties par les faits (depuis celles de Chevalier ou de M. de Launay jusqu'à celles de M. Kitchin), ensuite parce qu'on ne pouvait raisonnablement pas demander au Comité de prévoir la dévaluation anglaise ou l'exploitation intensive des mines russes.

Un second grand rapport sur les problèmes monétaires est le rapport du Comité MacMillan (1931). Lui aussi se place sans hésiter sur le terrain de la théorie dite quantitative : « obviously the general price level must be governed by the volume of purchasing power directed to the buying of current output relative to the volume of this output »¹. Il est vrai qu'il attribue aux banques d'émission, et pas seulement à l'or, une grande influence dans la création du pouvoir d'achat. Mais c'est justement pour pallier l'insuffisante production d'or (car il accepte sur ce point les conclusions du rapport de la délégation de l'or)² qu'il demande un recours plus ample à l'emploi du crédit. Dans ce rapport comme dans le précédent, aucun doute n'a été émis à aucun moment en ce qui concerne l'action de l'or sur les prix.

Si de ces comités officiels nous passons aux économistes, nous constatons que la thèse de l'action de l'or sur les prix, loin de s'affaiblir dans leur esprit, n'a fait qu'y gagner en

¹ Cf. Rapport MacMillan, p. 93.

² *Ibid.*, p. 65.

force. Pour prendre deux économistes anglais — cependant opposés par toutes les tendances de leurs doctrines — Edwin Cannan et Maynard Keynes, on les voit s'accorder pleinement sur ce point. Cannan n'a jamais cessé depuis la guerre de proclamer son attachement à la doctrine classique¹. Quant à Maynard Keynes, après avoir cherché laborieusement dans une théorie de l'investissement et de l'épargne une explication suffisante aux fluctuations du niveau des prix, il vient d'affirmer dans un article retentissant l'importance qu'il attache à l'accroissement récent de la production de l'or².

En France, un renfort puissant a été apporté à la doctrine classique de plusieurs côtés à la fois.

Personne ne peut reprocher à François Simiand de fonder ses conclusions sur un examen superficiel. Nul n'a étudié les faits historiques et statistiques relatifs à son sujet avec un scrupule plus aigu, avec une conscience plus minutieuse, avec une persévérance plus acharnée à ne laisser dans l'ombre ni un argument, ni un fait apparemment contraires à sa thèse. On ne saurait lui prêter non plus aucun désir de confirmer les opinions classiques. Nul n'était plus indépendant des dogmes ou des traditions. Or, que nous dit-il après ses investigations vraiment exhaustives relatives au mouvement des salaires et des prix?

Ce qui, aux *xix^e* et *xx^e* siècles, écrit-il, est à l'origine de l'élévation des salaires et plus largement d'une orientation générale favorable dans le développement économique tout entier, ce n'est pas la constitution même du système économique, ce n'est pas la liberté économique, ce ne sont pas les transformations techniques, ce n'est pas le capitalisme, ce n'est pas le socialisme : c'est la découverte et l'exploitation des mines d'or de Californie, puis de celles du Transvaal et du Klondyke. Et subsidiairement, au début du *xix^e* siècle, comme encore en les deuxième et troisième décades du *xx^e*, c'est ce que l'on dénomme communément « l'inflation fiduciaire »³.

Pour Simiand, comme pour le Comité Mac Millan, ce qui importe, ce n'est pas le montant absolu de la production de l'or à un moment donné, c'est son taux d'accroissement annuel. Et c'est la mesure de ce taux qui détermine la hausse ou la baisse du niveau des prix à travers la hausse ou la

¹ Je renvoie à ses livres : *Money* (1923) et *Modern Currency* (1931).

² Cf. son article de l'*Economic Journal* de 1936.

³ *Le Salaire, l'Evolution sociale et la Monnaie*, Paris, 1932, t. 1^{er}, p. xiv.

baisse des profits. Sans doute, il applique sa doctrine, non seulement à l'or, mais aux moyens monétaires en général, y compris le papier-monnaie. Cette identification pourrait être contestée, mais nous entendons simplement marquer ici la confirmation éclatante apportée par ses recherches au rôle attribué de tout temps à l'or dans l'établissement du niveau général des prix ¹.

Presque en même temps que le livre de Simiand, paraissait l'ouvrage de deux économistes suisses : MM. Guillaume, qui aboutissaient de leur côté, en se basant sur des démonstrations mathématiques, à donner à l'or la place qui lui revient dans les grands mouvements des prix. MM. Guillaume partent de l'idée que la « rationalisation », c'est-à-dire les progrès techniques, réduisant les prix de revient, entraînent nécessairement une baisse des prix coïncidant d'ailleurs avec un « enrichissement » réel de la communauté. Pour compenser cette baisse (dont Wicksell contestait paradoxalement le caractère inévitable), il faut normalement un accroissement d'or, l'or ayant, comme le disent très bien MM. Guillaume, ce caractère particulier que son afflux accroît directement la demande des produits sans que celle-ci soit précédée d'une vente préalable de marchandises, c'est-à-dire d'une pression simultanée et compensatrice sur le prix des marchandises.

Mais l'accroissement de l'or n'est pas nécessairement aussi rapide que la baisse due à la rationalisation.

¹ « C'est que, si notre analyse des poussées productrices en phases A est exacte, le facteur central que nous y avons reconnu, le profit croissant, élevé pour l'ensemble des activités économiques, y était obtenu par une augmentation à la fois des quantités produites et des prix unitaires, et donc du total des valeurs des produits, qui finalement était couverte par la réalisation des échanges terminaux; mais finalement, disons-nous, car, du début des processus complexes et échelonnés qui caractérisent le fonctionnement d'une économie d'échange avancée jusqu'à leur aboutissement dans les achats de consommation terminale, les diverses activités économiques successivement impliquées resteraient en « porte-à-faux » d'attente, si des moyens de réaliser d'avance les parts qui doivent leur correspondre dans ces valeurs futures ne venaient justement les étayer avant ce temps et leur permettre, à chacune en ce qui la concerne, de régler ses opérations et de les poursuivre grâce à cette couverture anticipée. Or, ces réalisations anticipées, indispensables, on le voit, à ce fonctionnement et plus encore à son extension, ce sont les moyens monétaires qui les constituent directement, ou encore qui les fondent par des crédits appuyés sur eux. » (François SIMIAND, *Les Fluctuations économiques à Longue Période et la Crise mondiale*, p. 45.) Nous avons là un exemple caractéristique du style un peu raboteux de Simiand qui cherche à faire participer le lecteur à l'effort fait par l'auteur pour triompher successivement de la série des obstacles obstruant la solution de n'importe quel problème économique et dont il entend ne pas laisser oublier un seul.

Le même résultat qu'un accroissement de l'or peut être obtenu par l'endettement, c'est-à-dire par la création de crédit par les banques ou par l'Etat¹. Mais l'endettement charge l'avenir du poids du remboursement et de l'intérêt. Il faut donc que le revenu annuel s'accroisse régulièrement par un endettement nouveau, si l'on veut maintenir la hausse des prix. C'est justement aux yeux de MM. Guillaume l'effroyable « endettement » de la période de guerre et son arrêt subséquent qui sont à la source de la crise actuelle. C'est une conception voisine de celle que nous avons exposée. Elle restitue sa place légitime à l'action de l'or sur le niveau des prix. La nouveauté et le grand mérite de la doctrine de MM. Guillaume résident dans la rigueur avec laquelle elle est présentée et dans la façon remarquable et précise dont ils arrivent à décrire les réactions des différents facteurs du mouvement des prix. Leur livre est une contribution extrêmement originale et suggestive à la théorie de la crise d'après-guerre.

M. Aftalion, en insistant sur l'idée que ce n'est pas l'or, par une sorte d'action mécanique, mais le *revenu*, par l'accroissement qu'il reçoit de la production nouvelle d'or, auquel il faut attribuer les hausses de longue durée des prix — et inversement les baisses à l'action prépondérante de la pression des marchandises — se rattache lui aussi au groupe d'écrivains dont je viens de parler. Le chapitre qu'il consacre à « L'or et les mouvements de longue durée des prix mondiaux », dans son livre sur *L'Or et sa Distribution mondiale*², explique en termes excellents cette action alternative de la demande accrue des produits, puis de la pression croissante de l'offre des marchandises, grâce à laquelle se renverse de période en période l'allure des prix mondiaux.

Mais de toutes les conceptions que la guerre et l'après-guerre ont fait surgir, la plus significative est celle que M. Hawtrey a défendue avec tout son talent dans de nombreux ouvrages.

M. Hawtrey n'a jamais méconnu le caractère anormal du

¹ Nous simplifions ici la pensée de MM. Guillaume. La notion d'endettement est chez eux plus étendue que nous ne la faisons ici. Mais ce n'est pas le lieu d'entrer dans les détails d'une conception très soigneusement élaborée et qui mériterait une étude spéciale. Cf. *Sur les Fondements de l'Economie rationnel*, Gauthier-Villars, 1932.

² Paris, Dalloz, 1932.

niveau des prix-or d'après-guerre. Seulement, il s'est persuadé qu'on pourrait maintenir ce niveau par un *maniement approprié du crédit*. Grâce à ce maniement, « la valeur de l'or se conformera à la valeur des unités en circulation au lieu que ce soit la valeur des unités en circulation qui se conforme à la valeur de l'or »¹. Voilà une formule aussi significative que paradoxale. Elle est dans la plus pure tradition ricardienne, et semble avoir complètement oublié les leçons de Tooke. Le problème dont M. Hawtrey croyait la solution possible après la guerre mondiale consistait en rien moins que ceci : *au lieu de créer des unités d'or nouvelles dont le pouvoir d'achat soit égal au pouvoir d'achat réduit des unités-papier du même nom, ajuster au contraire le pouvoir d'achat des unités-or anciennes (sans modifier leur poids ancien) au pouvoir d'achat diminué des unités-papier*.

Pour résoudre un tel problème dont l'ampleur dépassait infiniment celui que l'Angleterre avait eu à résoudre après les guerres napoléoniennes, ou la France après la guerre de 1870, il fallait, nous dit M. Hawtrey, à *défaut d'une offre d'or nouvelle* et considérable (que rien ne permettait d'espérer), *réduire la demande d'or*, de telle sorte que la quantité d'or disponible pour les paiements fût compatible avec le nouveau niveau des prix. Cette réduction de la *demande d'or*, M. Hawtrey, pour l'effectuer, comptait sur trois moyens : l'extension du *Gold Exchange Standard* (telle qu'elle a été proposée à la Conférence de Gênes en 1922), la réduction des réserves légales des banques d'émission et l'emploi d'une politique d'*open market* pour rendre inutiles les sorties d'or, enfin une coopération des banques centrales d'émission pour harmoniser les mouvements du crédit dans les différents pays.

Ce n'est pas le lieu de discuter en détail ces diverses méthodes, que le Comité MacMillan a faites siennes, malgré l'opposition motivée et énergique de Lord Bradbury. Il suffit de constater que les événements ont tranché le problème dans un autre sens. Ce sont les papier-monnaies, dont le pouvoir d'achat a été ramené au pouvoir d'achat de l'or, et non celui-ci à celui-là. Nous en avons donné les raisons plus haut. Aucune volonté

¹ *The Gold Standard*, p. 94.

humaine ne pouvait prévaloir contre la baisse inéluctable et violente des prix internationaux après la guerre. L'endettement, comme diraient MM. Guillaume, avait atteint un niveau trop déraisonnable pour pouvoir être compensé par le crédit qui n'est lui-même qu'un système d'endettement. La dévaluation forcée de la livre a suivi de quelques semaines à peine la remise du rapport MacMillan, qui écartait cependant cette solution avec énergie. Mais la doctrine même de M. Hawtrey — et c'est ce point seulement qui nous importe ici — repose tout entière sur la conviction d'une influence profonde exercée par l'insuffisance ou l'abondance de l'or sur les prix.

Les idées de la période 1880 à 1895, qui ont fait dévier un moment l'économie politique d'une tradition séculaire constamment confirmée par les événements, n'ont pas supporté l'épreuve des faits.

Si un reproche peut être adressé aux économistes, c'est de n'avoir pas aperçu assez nettement, dès le lendemain de la guerre, que le niveau des prix-or américains était hors de toutes proportions avec le niveau d'avant-guerre et de n'avoir pas cru assez fermement qu'une telle anomalie devait nécessairement se corriger d'elle-même, à défaut de l'énorme et improbable production d'or qui aurait dû intervenir pour soutenir ce niveau. La courbe des prix américains au lendemain de la guerre de Sécession aurait pu servir d'exemple. On y aurait lu comment des prix d'inflation-papier rejoignent par une baisse rapide le niveau mondial des prix-or. Mais si quelqu'un, en 1922 ou en 1925, avait soutenu l'impossibilité pour les prix américains de se maintenir au niveau alors atteint par eux, on l'aurait qualifié, — et tout d'abord aux Etats-Unis — de fantaisiste. Et cependant, la vue claire de cette situation aurait rendu les plus grands services en montrant la vanité d'un effort individuel ou concerté pour lutter contre l'inévitable.

C'est à travers des difficultés et des résistances extrêmement douloureuses que le monde est revenu graduellement à un niveau de prix conforme à la nature des choses.

Dans l'avenir, cette période de l'histoire économique apparaîtra comme le résultat d'une énorme illusion. La croyance à la toute-puissance économique des gouvernements y a subi un échec retentissant. Souhaitons seulement que l'on ne tente pas

une fois de plus l'expérience de diriger le niveau mondial des prix. On ne commande aux événements qu'en s'appuyant sur l'expérience. Ici, c'est en oubliant l'expérience de tout un siècle qu'on a cherché à les commander.

Post-scriptum. — Il ne faudrait pas cependant que, revenant à une notion plus juste de l'action des métaux précieux sur les prix, on retourne du même coup aux exagérations les plus fâcheuses de la doctrine ricardienne. Croire à l'action de la production des métaux précieux sur les prix et admettre la théorie quantitative de Ricardo sont deux choses bien différentes.

Or voici que certains économistes, devant l'accroissement rapide de la production de l'or en 1935, 1936 et 1937, se remettent à manifester les mêmes appréhensions que les partisans de Ricardo en 1850. La Hollande prise de panique à ce moment adopta, on se le rappelle, l'étalon d'argent suivant les suggestions de Michel Chevalier. Elle s'en repentit plus tard. Aux mois de mars et d'avril 1937 on parlait à Londres et à New-York « d'abaisser le prix de l'or », c'est-à-dire de revaloriser le dollar et le sterling, par crainte d'une trop grande hausse des prix. C'est le moment de se rappeler au contraire l'enseignement de Tooke et de Newmarch, de se souvenir qu'entre une expansion monétaire due à l'or et une expansion due au papier, il n'y a « pour ainsi dire aucun point commun ». C'est le moment de se rappeler que le monde entier privé de métal précieux (Allemagne, Italie, Balkans, Chine, etc.) est anxieux d'accroître la demande d'or, et que la fixité des changes et la solidité qu'un afflux d'or nouveau donnerait à tout l'édifice bancaire et financier si profondément ébranlé depuis vingt ans, ainsi que l'expansion du commerce international qui en résulterait, compenseraient et au delà les quelques inconvénients d'une certaine hausse des prix, qui étant internationale ne pourrait être que modérée.

CHAPITRE VII

MECANISME D'ACTION DE L'OR ET DU TAUX D'ESCOMPTE SUR LES PRIX

§ I. De Cantillon à Newmarch. — § II. La déposition de Marshall devant la Commission d'enquête sur la circulation monétaire. — § III. M. Knut Wicksell et sa conversion. — § IV. La théorie de Cassel. — § V. Keynes, Hawtrey, et le retour à Cantillon.

Personne n'a jamais contesté en principe l'existence d'une relation entre la production du métal monétaire et le niveau des prix. Nous venons de voir cependant que lorsqu'il s'agit d'interpréter les mouvements réels de longue durée des prix beaucoup d'économistes hésitent à appliquer cette proposition générale aux faits concrets et à reconnaître l'influence soit d'une production accrue des marchandises, soit d'une production accrue de l'or.

C'est que le mécanisme par lequel cette action s'exerce apparaît encore comme mystérieux à beaucoup d'esprits. Nous avons, dans le chapitre précédent, exposé le mécanisme de la baisse, en particulier à l'occasion des grands mouvements des prix de 1873 à 1895, et de 1925 à 1935. Nous avons également fait allusion au mécanisme de la hausse en signalant l'idée exprimée par beaucoup d'auteurs (par Lexis entre autres) que la production de l'or et sa transformation en monnaie (soit directement par la frappe dans les hôtels des monnaies, soit indirectement par l'achat de lingots contre émission de billets dans les banques d'émission) équivaut à une création de pouvoir d'achat nouveau, lequel, venant s'ajouter au pouvoir d'achat ancien, accroît le montant nominal des revenus dont l'ensemble constitue la demande des marchandises et tend naturellement à faire hausser les prix. Alors que dans le processus

normal d'échanges l'obtention d'un revenu monétaire nécessite la *vente préalable d'un produit sur le marché*, ce qui équivaut à une *pression à la baisse* sur les prix du marché, les mines d'or fournissent un produit qui se transforme *immédiatement* en pouvoir d'achat sous forme de monnaie, et qui ne peut donc exercer qu'une action à la hausse.

D'autres écrivains se bornent à constater que les métaux monétaires en se multipliant baissent de valeur comme tous les biens économiques, ce qui se traduit automatiquement par une diminution de la quantité d'autres biens que l'on donne en échange ¹.

Malgré ces constatations si simples le mécanisme par lequel la production de l'or agit sur les prix continue à paraître obscur à beaucoup d'esprits qui se sont efforcés de trouver, pour expliquer les mouvements de longue durée des prix, des mécanismes différents.

Ce sont les doctrines nées de ces préoccupations que je voudrais résumer dans ce chapitre.

§ 1. — De Cantillon à Newmarch

Le problème a été posé pour la première fois (et résolu) par Cantillon, ce grand maître du XVIII^e siècle en tout ce qui concerne la circulation monétaire et le fonctionnement du crédit :

M. Locke, écrit-il, pose comme une maxime fondamentale que la quantité des denrées et des marchandises proportionnée à la quantité de l'argent sert de règle au prix du marché... Il a bien senti que l'abondance de l'argent enchérit toute chose, mais il n'a pas recherché comment cela se fait. La grande difficulté de cette recherche consiste à savoir par quelle voie et dans quelle proportion l'augmentation de l'argent hausse le prix des choses ².

Il consacre alors à répondre à la question ainsi posée trois copieux chapitres, pleins d'aperçus historiques intéressants.

¹ Une démonstration frappante de l'action des métaux précieux sur les prix a été donnée récemment par M. MARJOLIN dans une très intéressante étude parue dans l'*Activité économique* d'octobre 1935 et janvier 1937.

² CANTILLON, *Essai sur la Nature du Commerce en général*, p. 160, édition Henry Higgs, Londres, 1931.

L'essentiel de son explication est que l'or nouveau extrait des mines agit de deux manières : d'une part, à travers le marché monétaire et financier comme capital nouveau; d'autre part et surtout par les dépenses supplémentaires que les exploitants des mines sont mis en état de faire, et qui agissent directement sur les prix. Ce dernier mécanisme est à ses yeux le principal et c'est à le décrire qu'il a consacré tout son effort.

J'estime en général, écrit-il, qu'une augmentation d'argent effectif cause dans un Etat une augmentation proportionnée de consommation, qui produit par degré l'augmentation des prix ¹.

Mais il est loin de méconnaître le premier, et même il aperçoit bien mieux que ne l'ont fait quelques-uns de ses successeurs, les conséquences différentes qu'auront l'un et l'autre sur le taux de l'intérêt, témoin ce passage déjà cité plus haut :

Si l'abondance d'argent dans l'Etat, écrit-il ², vient par les mains des gens qui prêtent, elle diminuera sans doute l'intérêt courant en augmentant le nombre des prêteurs : mais si elle vient par l'entremise de personnes qui dépensent, elle aura l'effet tout contraire, et elle haussera le prix de l'intérêt en augmentant le nombre des entrepreneurs qui auront à travailler au moyen de cette augmentation de dépense, et qui auront besoin d'emprunter pour fournir à leur entreprise, dans toutes les classes d'intérêts.

Cette phrase concise contient tout l'essentiel d'une solution complète du problème des relations entre le taux d'escompte et l'afflux des métaux monétaires.

Quant à faire, avec les auteurs que nous citerons tout à l'heure, de la baisse du taux de l'intérêt la cause de la hausse des prix, qui se produit à la suite d'un afflux d'or, cette idée ne vient pas à Cantillon.

Entrant ensuite dans le détail, il montre comment les dépenses accrues des propriétaires de mines augmentent peu à peu les revenus, et par conséquent les dépenses des autres classes; — comment les bénéficiaires des revenus fixes sont gênés par la hausse des prix; — comment cette hausse favorise l'importation des produits manufacturés étrangers, provoquant l'exportation des métaux précieux d'un pays dans

¹ *Essai sur la Nature du Commerce en général*, p. 162.

² *Ibid.*, p. 214.

un autre, jusqu'à rendre défavorable la balance commerciale du premier et le faire retomber ensuite dans sa pauvreté ¹ (exemple de l'Espagne); — comment les nouveaux pays bénéficiaires de l'afflux métallique ne tardent pas à leur tour à perdre leurs clients étrangers par le renchérissement de toutes choses (exemple de la France entre 1648 et 1684), — et comment seuls conservent les avantages de l'afflux d'or et d'argent les pays qui peuvent « compenser par le bon marché des transports maritimes la cherté du travail que la trop grande abondance d'argent y cause » ² (exemples de l'Angleterre et de la Hollande).

Tout cela est devenu classique. Les auteurs postérieurs à Cantillon n'abordent même plus le problème. Pour Adam Smith, la difficulté n'existe pas : le mécanisme est évident. Pour Hume, Thornton ³, Ricardo, l'action directe des métaux précieux sur les prix ne fait aucun doute.

Le problème qui les préoccupe est autre : c'est celui de la *répartition des métaux précieux entre les différents pays du monde* et de la proportion que chacun parvient à en retenir. Ce même problème retiendra l'attention de Senior ⁴ et de Mill. L'Angleterre, dans la première moitié du XIX^e siècle, est le grand réservoir de l'or, le pays où il en circule le plus, et dont le niveau des prix est le plus élevé. Il s'agit d'expliquer pourquoi et comment. La description de Cantillon reste à la base de toutes ces analyses. Elle y est seulement précisée, et graduellement élaborée en une théorie générale.

Pour rencontrer dans les doctrines quelque chose de neuf sur le sujet qui nous occupe, il faut attendre la découverte et l'exploitation des mines d'or de Californie et d'Australie en 1850 et 1851. La sensation produite sur les esprits par ces événements fut énorme; une activité commerciale intense se manifesta un peu partout, mais plus spécialement en Angleterre et en France; les prix s'élèvent, la prospérité s'accroît et, de nou-

¹ « La trop grande abondance d'argent, qui fait, tandis qu'elle dure, la puissance des Etats, les rejette insensiblement, mais naturellement, dans l'indigence. » (P. 184.)

² CANTILLON, pp. 168 et 170.

³ Dans son ouvrage de 1802, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, qui contient déjà toutes les idées sur le crédit que l'Angleterre discutera pendant la première moitié du XIX^e siècle.

⁴ Cf. les traités de Senior récemment réimprimés par les soins de l'*Economic Journal*.

veau, l'attention des économistes se porte sur le mécanisme par lequel les métaux précieux exercent leur action sur le niveau des prix et sur la richesse générale.

En France, Levasseur et Chevalier, l'un dans sa *Question de l'Or*, l'autre dans son livre sur la monnaie, suivent les chemins battus, le premier avec plus de méthode et de précision, le second avec plus de talent et moins de clarté, en évitant soigneusement toute analyse de mécanisme et en se perdant éloquemment dans des digressions historiques ou dans des prophéties, qui comme presque toutes les prophéties de Chevalier se sont ensuite trouvées démenties¹. Mais, pour l'un comme pour l'autre, le mécanisme par lequel l'or agit sur les prix reste celui des échanges directs entre pays producteurs d'or et pays fournisseurs de marchandises. Les bénéfices originaires accroissent la demande générale, procurent des bénéfices nouveaux entraînant à leur tour une demande accrue, et ainsi de suite. La série des répercussions par lesquelles la hausse s'étend d'un pays à l'autre, pour envahir à la fin le monde économique tout entier, est décrite par Levasseur avec autant de soin que par Cantillon lui-même, et d'une manière presque identique.

Par contre, en Angleterre, avec Newmarch, resté seul après la mort de Tooke pour continuer leur grande *Histoire des Prix*, on voit apparaître une vue plus complexe du problème. La description donnée par Newmarch des suites des découvertes des mines d'or est avec celle de Levasseur la plus vivante, la plus saisissante que nous ayons. Sa vue des événements est même plus directe et plus colorée que celle de l'économiste français. Il est préoccupé surtout de démontrer, à l'encontre des épigones de Ricardo : 1° que l'afflux d'or *enrichit réellement* les pays qui en bénéficient et ne se borne pas à provoquer un simple *déplacement* de prix sans conséquences économiques (ce qui était la thèse des ricardiens); 2° que la hausse des prix n'est pas le

¹ Cf. LEVASSEUR, *La Question de l'Or*, 1856, p. 157, et CHEVALIER, *La Monnaie*, Bruxelles, 1850, p. 151, et surtout p. 458 : « La baisse des métaux précieux se déclare graduellement lorsque des mines nouvelles en jettent sur le marché des quantités considérables : car, pour écouler leurs lingots dans le pays qu'ils habitent, les détenteurs d'or ou d'argent, quels qu'ils soient, n'ont rien de mieux que de les faire monnayer, et quand la quantité de monnaie a été doublée, par exemple, chaque pièce de monnaie ne s'échange, toutes choses égales d'ailleurs, que contre la moitié de ce qu'elle valait auparavant en autres articles de commerce. » On sait que Chevalier envisageait déjà comme probable l'abandon de l'or comme monnaie par excès de production.

résultat d'une *dépréciation directe de l'or*, comme le voulait la terminologie ricardienne, mais s'effectue à travers la hausse de tous les *revenus* (profits, salaires, etc.) des entreprises stimulées par une demande croissante.

Sur l'un et l'autre point, Newmarch est dans le vrai. Il s'agit d'ailleurs, au moins pour le second, d'une simple question de terminologie¹. Il rejoint par là Cantillon, et comme lui il constate que c'est à travers le commerce international, grâce aux dépenses accrues que font chez eux ou à l'étranger les bénéficiaires des découvertes d'or, que le flot de la richesse nouvelle se répand à travers le monde².

Seulement (et c'est là que les considérations de Newmarch sont nouvelles), à ce mécanisme « direct », il en ajoute un autre : celui *qui joue à travers le marché monétaire*. Il mérite ici d'être cité textuellement.

Ces nouveaux approvisionnements [d'or] ont été envoyés à notre pays soit en paiement de marchandises achetées, soit comme remise de capital recherchant un placement profitable ou un emploi lucratif dans quelque espèce de commerce; ils se sont accumulés graduellement à la Banque d'Angleterre comme dans le coffre-fort le plus sûr et l'endroit le plus commode de versement en attendant leur destination définitive.

L'effet naturel et inévitable d'une addition si soudaine et si importante aux réserves de la Banque a été de réduire son taux minimum d'escompte, de 3 % en janvier 1851, à 2 % en avril 1852, et sur le marché de le faire tomber encore plus bas, c'est-à-dire à environ 1 1/2 % pendant la plus grande partie de l'année 1852.

Il est vrai par conséquent, que le premier effet des découvertes d'or fut de réduire le taux d'escompte et, outre le taux d'escompte, de réduire le taux de l'intérêt sur les avances faites pour de longues périodes sur hypothèques ou autres garanties semblables. Mais cet effet n'était dans sa nature que temporaire et s'accompagnait de circonstances qui tendaient jour après jour à contrecarrer sa continuation. La conséquence la plus immédiate de l'extrême réduction du taux de l'intérêt fut d'abaisser le prix de revient des produits et d'augmenter les bénéfices de toutes les personnes ayant besoin d'avances à court et à long terme. *En un mot, les taux bas de 1852 ont mis en mouvement, dans une mesure assez importante, le commerce de 1853*; cette extension du commerce des entreprises a rapidement accru les besoins de capital au delà de l'offre et a conduit

¹ On pourrait contester la propriété des termes employés par Newmarch. L'élévation des prix provenant de la demande accrue est l'effet non seulement de dépenses de *revenus nets* (salaires, profits, etc.), mais aussi de *dépenses de reconstitution du capital*, quand, par exemple, les sociétés minières achètent à Londres avec l'or nouveau, des machines pour remplacer les anciennes, etc.

² Cf. TOOKE et NEWMARCH, *History of Prices*, t. VI, pp. 234 et 235. Nous citons d'après la réimpression faite par M. Gregory en 1928.

par conséquent aux élévations successives du taux de l'intérêt qui ont été le trait le plus frappant de la première partie de l'année 1853¹.

En un mot, Newmarch constate — en contradiction avec les prédictions de plusieurs de ses contemporains — le double phénomène d'une baisse originaire du taux de l'escompte, suivie d'une hausse constante de ce même taux avec la continuation de l'afflux d'or (le même phénomène s'est répété en 1895, et dans les années suivantes, quand l'or du Transvaal s'est déversé sur le monde) et il attribue à cette baisse initiale un rôle de stimulant sur la reprise des affaires.

Voilà la partie nouvelle des observations de Newmarch, et c'est sur la petite phrase mise par nous en italiques que toute la doctrine subséquente s'est échafaudée.

La nouveauté de l'observation n'était cependant pas entière, puisque Cantillon — totalement oublié d'ailleurs à l'époque de Newmarch — avait au *xviii*^e siècle constaté des faits identiques, et expliqué, dans une formule claire et concise, aussi bien la baisse initiale que la hausse ultérieure du taux de l'escompte. Pour Newmarch aussi, la hausse du taux de l'escompte après sa baisse initiale s'explique normalement. Pour lui comme pour Cantillon, les deux mécanismes d'action de l'or sur les prix — le mécanisme « direct » par la dépense accrue, et le mécanisme « indirect » à travers le marché monétaire — agissent simultanément et se complètent, le premier précédant le second. La production, directement stimulée par l'or nouveau, entraîne une demande plus abondante de crédits à court terme, et cette demande se fait à un taux de plus en plus élevé. D'autre part, l'or accumulé dans les banques permet à celles-ci de répondre à cette demande nouvelle, d'abord à un taux très bas, puis à un taux plus élevé. La demande d'épargne à long terme et son loyer présentent une évolution identique. Ainsi on observe le phénomène, en apparence paradoxal, mais en réalité parfaitement naturel, d'un afflux d'or suivi après un court intervalle d'une hausse du taux de l'escompte. On assistera plus tard, à partir de 1873, au phénomène inverse, et en apparence non moins paradoxal, d'une baisse continue et de plus en plus accentuée du taux de l'escompte au fur et à mesure que se prolongeront la

¹ T. VI, pp. 200-201.

baisse des prix et l'« appréciation » de l'or. La baisse du taux de l'escompte ne constitue, en effet, qu'une *offre* de crédit à bon marché. Pour que la hausse lui succède, il faut qu'il se produise une *demande* accrue et prolongée de ce même crédit. Or, à moins d'admettre — comme le feront les écrivains dont il nous reste à parler, mais comme les faits sont loin de le vérifier — que la baisse du taux de l'escompte constitue *en elle-même* et sans autre excitation extérieure un stimulant suffisant pour la production des marchandises, et pour une demande consécutive de crédit, on est inévitablement conduit à conclure que les métaux précieux, pour produire les effets observés dans la réalité, doivent exercer une double action : d'une part, directement sur la demande des produits, et, d'autre part, sur le marché monétaire ¹.

¹ Cairnes s'est également occupé de l'action des métaux précieux sur les prix. Il y a consacré quatre essais entre 1858 et 1860. Il les a republiés en 1873 sous le titre *Essays in Political Economy*. Il s'y préoccupe surtout de montrer la réaction d'un afflux d'or sur les différents pays et sur les prix des différentes catégories de marchandises. Il décrit en détail la nouvelle répartition des industries et de la richesse qu'entraîne cette production. Il est amusant de voir l'adhésion qu'il donne aux idées de Chevalier sur la dépréciation probable de l'or, à la date même (1872) où allait commencer la longue période de dépression des prix. Nouvelle preuve de la difficulté des prophéties en économie politique.

Ce qu'il faut noter ici, c'est qu'à aucune des pages de ses quatre importants essais, Cairnes ne fait la *plus petite allusion* à l'action que le taux de l'escompte pourrait avoir sur le niveau des prix. Il connaît admirablement le livre de Newmarch, qu'il cite à de nombreuses reprises. Mais la petite phrase sur laquelle ultérieurement Marshall allait construire sa théorie ne l'a aucunement frappé. Il se borne à constater à différentes reprises que l'or agit de deux manières :

1^o Directement par une élévation des prix de demande;

2^o D'une manière plus intense encore dans les pays, comme l'Angleterre ou les Etats-Unis, où l'emploi des instruments de crédit est développé, car ces instruments multiplient l'action de l'or et permettent à une plus petite quantité d'or d'y produire un effet aussi considérable qu'une beaucoup plus grande quantité en d'autres pays (cf. en particulier p. 57 et suiv.).

Quant à l'idée que l'or puisse agir en dehors de la demande et uniquement par sa *quantité*, il la rejette expressément dans la phrase caractéristique suivante : « D'après M. Newmarch, la dépréciation de la monnaie peut avoir lieu par un troisième processus, la monnaie n'agissant sur les prix ni à travers la demande ni à travers l'offre, mais « en raison de sa quantité augmentée ». Je m'avoue entièrement incapable de concevoir le processus désigné par ces derniers mots. » (P. 57, note.)

Il n'hésite pas enfin à considérer que l'augmentation de circulation rendue nécessaire par l'augmentation des métaux précieux et leur dépréciation consécutive *constitue un mal* (p. 93), obligeant les pays qui en sont victimes à consacrer une partie de leur travail à se procurer un instrument de circulation, qui, en dehors de cette fonction circulatoire, ne représente à aucun degré une richesse. Argument dirigé en grande partie contre la conception différente de Newmarch et qui rappelle le jugement tout à fait semblable de Ricardo sur le même sujet.

Au total, les idées de Cairnes n'apportent au problème ici discuté aucune

§ II. — La déposition de Marshall devant la Commission d'enquête sur la circulation monétaire

Marshall, en 1888, dans une déposition célèbre devant la Commission anglaise d'enquête sur la circulation de l'or et de l'argent ¹, devait écarter presque complètement l'idée de cette double action, pour donner un rôle exclusif au taux d'escompte comme instrument de la hausse. Ses déclarations ont eu une influence décisive sur l'évolution ultérieure de la doctrine. M. Keynes l'a qualifiée de « la plus importante contribution à la théorie monétaire en Angleterre depuis Ricardo » ². Une théorie presque identique était exposée par Walras au même moment mais sous une forme trop abstraite pour avoir beaucoup de retentissement ³.

A l'heure où Marshall dépose, les circonstances économiques et monétaires sont exactement inverses de celles de 1856. On est depuis quinze ans en pleine baisse des prix. La dépression commerciale et agricole inquiète les gouvernements. La baisse du métal-argent trouble les rapports économiques entre l'Asie et l'Europe. L'or s'apprécie à la fois par rapport à l'argent et par rapport aux marchandises. La thésaurisation s'étend. Le taux d'escompte ainsi que le loyer de l'épargne descendent sur les principales places à des niveaux inconnus depuis longtemps. La controverse entre bimétallistes et monométallistes — si peu profitable à l'examen impartial des théories monétaires — bat son plein. En 1856, on demandait aux économistes d'expliquer la hausse des prix. En 1888, c'est la baisse dont ils doivent rendre compte.

lumière nouvelle, malgré l'analyse intéressante qu'il fait des déplacements successifs des prix en Australie, en Angleterre et aux Indes, à la suite des découvertes nouvelles.

¹ Nous citons Marshall d'après l'édition que M. Keynes a donnée sous le titre *Official Papers by Alfred Marshall*, Londres, 1926. On trouve également sa déposition dans l'Appendice au *Rapport final de la Commission royale sur l'Or et l'Argent*, publié en 1888 comme document officiel et où se trouvent un grand nombre d'exposés faits par les experts de l'époque et extrêmement importants pour l'appréciation de la situation monétaire de cette période.

² Cf. *Economic Journal*, 1911 p. 395, note.

³ Cf. WALRAS, *Eléments d'Economie pure*, p. 318 (je cite d'après l'édition de 1900). Cf. sur la contribution de Walras à cette partie de la théorie économique les beaux articles de M. Marget dans le *Journal of Political Economy* de 1933-1934.

L'explication naturelle et traditionnelle consistait à chercher l'origine de la baisse des prix dans l'énorme augmentation des marchandises produites, insuffisamment compensée par une offre correspondante de monnaie nouvelle depuis que l'argent avait été abandonné comme étalon. La baisse des taux de l'intérêt à long et à court terme apparaissait alors clairement comme la *suite* nécessaire d'une baisse des prix, laquelle, en réduisant les profits nominaux, réduisait aussi le taux auquel les entrepreneurs pouvaient rémunérer les capitaux empruntés à long et à court terme. Avec cette réduction du prix de demande des crédits coïncidait sur le marché monétaire une offre croissante de disponibilités, due à l'expansion rapide du système des dépôts et des chèques, et à la réduction des « encaisses désirées » par le public. De là une baisse inévitable des taux d'escompte.

Marshall aborde la question par un tout autre biais. « L'action des métaux précieux, dit-il, s'effectue aujourd'hui essentiellement à travers les banques. » L'or étranger pénètre rarement sans intermédiaire dans la circulation nationale ¹. C'est donc à travers les banques, et les crédits faits par elles, qu'il exerce son influence, et évidemment, en cas de forte production métallique, elle se manifeste dans le sens d'une baisse du taux de l'escompte correspondant à l'ampleur accrue des réserves.

Cette baisse, à son tour, encourage les emprunts, ceux des spéculateurs, comme ceux des industriels; elle stimule donc la production des denrées, la demande des matières premières, des services manuels, etc. De là une hausse générale des prix, laquelle nécessite, en vertu d'une réaction bien connue, une circulation monétaire plus abondante. Les besoins d'espèces du public, ses « encaisses désirées », comme dirait Walras, s'accroissent, et ils trouvent aisément satisfaction.

Mais le phénomène inverse se manifestera en cas d'extraction ralentie de l'or, ou simplement si de nouveaux pays ayant

¹ Il semble qu'à l'époque de Marshall une sorte de mystique, mal précisée, de *l'or en circulation* et de son influence sur les prix ait obnubilé les esprits. Sans cela, il est impossible de comprendre comment une intelligence aussi ouverte que celle de Marshall ait pu attribuer une importance quelconque au fait que l'or entrait dans la circulation directement par l'Hôtel des Monnaies, ou indirectement par le canal des banques d'émission, sous forme de billets et de comptes courants. C'est à une vague conception du même ordre que Cairnes fait allusion dans le passage sur Newmarch que nous rappelons plus haut dans la note 1, p. 293.

adopté l'étalon d'or l'attirent dorénavant dans leurs banques. Les réserves des pays depuis longtemps au régime de l'or cessent alors de s'accroître ou même diminuent. Dans ces circonstances, une baisse du taux d'escompte pourra bien stimuler la production, mais la hausse consécutive des prix trouvera bien vite sa limite dans l'impossibilité pour les banques de faire face aux besoins accrus du public avec leurs réserves stationnaires ou diminuées. Elles seront obligées pour les défendre de relever le taux de l'escompte. Les prix retomberont et la baisse reprendra.

Cette explication a visiblement surpris la Commission, en dépit de son respect pour l'homme éminent qu'était Alfred Marshall.

Déjà, la distinction suggérée par Marshall entre l'époque ancienne où l'or entrait directement dans la circulation, et celle d'aujourd'hui, où il y pénètre à travers les banques, a dû l'étonner. Quelle différence, en effet, cela fait-il que les mines d'or fassent frapper elles-mêmes à la Monnaie les lingots qui représentent leur produit brut, ou qu'elles les remettent à la Banque en échange de billets ou d'inscriptions en comptes courants qui servent dans les paiements à la place de l'or? On ne l'aperçoit pas. La seule question qui se pose est de savoir si les mines *dépensent directement* (et peu importe où) leur produit brut en amortissements, en reconstitutions d'outillage, en investissements nouveaux, en salaires, et, pour la partie qui représente les bénéfices des actionnaires, en consommations personnelles. Or, aucun doute n'existe à cet égard. Le produit brut des mines est *dépensé*, et *dépensé directement*; cette dépense représente, aujourd'hui comme autrefois, un accroissement exactement équivalent de la demande des produits et des denrées existant dans le monde, et par suite une tendance à la hausse des prix. N'est-ce pas justement cette tendance qui donnera l'impulsion initiale, que l'élasticité accrue du crédit des banques viendra soutenir ensuite?

La Commission pose à Marshall une autre question, également pertinente, et qui a l'avantage de porter la discussion sur le terrain instructif de l'interprétation des faits.

« Depuis 1873 jusqu'à aujourd'hui (1888), lui disent en substance plusieurs des commissaires, nous avons assisté cons-

tamment à une baisse des prix et à une baisse parallèle du taux de l'escompte. Comment donc expliquez-vous, dans votre conception, que ces baisses du taux de l'escompte n'aient pas enrayé celle des prix, et provoqué un retournement de tendance? Entre les baisses du taux d'escompte que nous voyons se succéder depuis quinze ans, et la baisse fatidique qui, en cas d'afflux d'or, provoque d'après vous une hausse des prix, quelle différence y a-t-il donc? »

A cette question précise, Marshall a répondu par une théorie subtile, qui depuis, en termes différents, a été reprise par ses successeurs, et qui peut se résumer ainsi :

Le taux normal de l'escompte est, dit-il, une dépendance directe du taux de l'intérêt à long terme. Lorsque celui-ci diminue grâce à la formation rapide d'épargnes, le taux de l'escompte le suit. Les abaissements du taux de l'escompte dans une période de ce genre ne font donc que *suivre* ceux du taux d'intérêt à long terme, et ces baisses successives n'étant que l'*effet* de la situation générale du marché de l'épargne ne sauraient agir comme *cause*. Pour qu'une baisse du taux de l'escompte ait une action sur le mouvement des prix, il faut que ce taux tombe *au-dessous du taux normal* correspondant à celui de l'épargne, créant ainsi entre les deux taux un écart tel qu'il assure aux entrepreneurs des bénéfices capables de déclencher un mouvement de hausse des prix. Et c'est justement ce que procure un afflux d'or. Au contraire, les baisses successives de l'escompte au cours de la période 1873-1888 n'ont jamais eu ce caractère exceptionnel. Elles n'ont jamais constitué que des ajustements *après coup* du taux d'escompte au taux en baisse de l'intérêt des capitaux. Inversement quand le taux de l'intérêt à long terme s'élève au lieu de diminuer parce que le profit des capitaux augmente, on assiste à une hausse graduelle du taux de l'escompte, entraîné par la hausse du loyer de l'épargne. La baisse exceptionnelle du taux d'escompte provoquée par l'afflux des métaux précieux et qui sépare les deux mouvements inverses de l'intérêt n'est, pour employer l'expression même de Marshall, qu'une « ride » momentanée du niveau de l'escompte, bientôt remplacée par une hausse de ce même niveau, mais cette « ride » a suffi pour provoquer un retournement du mouvement des prix, retournement qui durera

dans la mesure même où l'afflux des métaux précieux et leur entrée directe ou indirecte dans la circulation suffira ou ne suffira pas pour soutenir le nouveau niveau des prix ¹.

Dans ces explications l'afflux des métaux précieux continue à apparaître comme un élément essentiel du maintien de la hausse ou de la baisse des prix, mais leur tort est de ne pas prendre le phénomène de la baisse de l'intérêt à son origine, c'est-à-dire dans la baisse *antérieure* des prix. Aussi les membres de la Commission continuent à rester sceptiques. Ils

¹ Voici le passage essentiel de la déposition de Marshall, p. 130. Voir aussi pp. 51 et 52 ainsi que 157 et 158 des *Official Papers of Alfred Marshall* : « A mon point de vue, le taux de l'escompte est déterminé par le profit moyen des différentes entreprises, c'est-à-dire par le montant du capital qui recherche des placements comparé avec l'ampleur des débouchés constitués par l'installation de nouveaux docks, de nouvelles machines, etc.; l'extension de ces débouchés est elle-même déterminée en pratique dans une large mesure par la croyance que les gens ont que les prix vont monter ou baisser, toutes choses restant égales, car les gens sont peu disposés à emprunter s'ils s'attendent à une baisse. La fourniture d'emprunts d'un côté, et le désir du public d'obtenir des prêts de l'autre, ayant fixé le taux d'escompte à n'importe quel niveau 8, 6, 5 ou 2 %, il suffit d'un petit afflux d'or entre les mains des marchands de crédit pour que l'offre s'élève par rapport à la demande; le taux d'escompte tombe alors au-dessous de son niveau d'équilibre, quelque bas que soit celui-ci, et par conséquent stimule la spéculation... Une baisse qui aurait été provoquée par la restriction du champ des investissements par rapport au montant du capital ne stimulerait pas la spéculation, parce qu'il aurait lui-même pour origine la difficulté de trouver des occasions de profit. Mais quand l'escompte est déjà tombé assez bas pour permettre l'absorption complète du capital offert, en dépit de la restriction du champ des emplois profitables, si bien qu'un nouvel équilibre s'est établi au taux plus bas de l'escompte, alors il faut un taux encore plus bas pour établir un nouvel équilibre entre l'offre et la demande d'emprunts; ce nouveau taux réalise l'équilibre en faisant passer du capital dans les mains des spéculateurs, qui n'auraient pas demandé de capital à l'ancien taux, mais le demandent au nouveau; et quelle que soit la forme que prenne leur spéculation, il est à peu près sûr que directement ou indirectement elle élèvera les prix. Ceci est le point essentiel. Il y a cependant un point secondaire qu'il ne faut pas oublier, et qui peut être, dans certains cas, plus important que l'autre. C'est que quand l'or arrive dans un pays, cela se sait, et les gens pensent que les prix vont monter. Or, si quelqu'un, qui hésite à emprunter pour spéculer, a des motifs de croire que les prix vont monter, il est disposé à emprunter à 3 %, tandis qu'auparavant il n'aurait même pas emprunté à 2 1/2 %; en conséquence, l'afflux d'or dans le pays, en faisant croire aux gens que les prix vont monter, augmente les demandes en capital, et élève par conséquent, à mon avis, le taux de l'escompte. »

Ce que nous admettons très volontiers dans le mécanisme ainsi analysé par Marshall — avec cette admirable conscience qui caractérise tous les exposés du grand économiste — c'est qu'un afflux d'or nouveau parvenant sur un marché où le taux d'escompte tend depuis longtemps à la baisse vient donner un « coup de pouce » supplémentaire qui entraînera le taux d'escompte momentanément très bas et incitera les industriels à emprunter pour profiter de l'écart avec le taux à long terme.

reviennent à la charge deux ou trois fois, en demandant à Marshall de nouveaux éclaircissements.

Pourquoi, en effet, disent-ils — si l'écart entre les deux taux d'intérêt (à court et à long terme) est à l'origine de la hausse des prix — pourquoi cet écart (et le retournement de tendance qui en résulte) ne pourrait-il exister *en dehors de tout afflux exceptionnel d'or*? Marshall explique par la rapide formation de l'épargne entre 1883 et 1888, la baisse pendant cette période du taux d'intérêt à long terme. En admettant cette explication, pourquoi pendant la même période le taux d'escompte n'est-il jamais tombé *au-dessous* de ce que Marshall appelle le taux d'équilibre? Pourquoi n'a-t-il jamais fait que *suivre* le taux à long terme et s'adapter à lui? Pourquoi, à défaut d'une chute *spontanée* (et que l'indépendance relative des deux marchés à court et à long terme rend parfaitement possible) au niveau nécessaire pour amener le retournement des prix, les banques n'ont-elles pas cherché à la provoquer *délibérément*? D'autant plus que, pendant toute cette période, comme le fait remarquer Sir David Barbour avec l'assentiment de Marshall, l'encaisse de la Banque d'Angleterre s'est notablement accrue et devait rendre aisé un abaissement du taux?

Le paradoxe de Marshall, victime de sa propre conception purement bancaire de la hausse des prix, c'est d'avoir voulu à toute force expliquer non seulement les *hausse*s séculaires par la seule variation du taux d'escompte, ce qui était déjà téméraire, mais encore les *baisse*s séculaires, ce qui devenait impossible. Car évidemment ici, le taux de l'escompte ne joue aucune espèce de rôle, les marchandises ne passant pas, que nous sachions, comme l'or, par les mains des banques. Le poids dont l'accroissement normal des marchandises pèse sur les marchés — s'il n'est pas compensé par une création suffisante de pouvoir d'achat nouveau — fait nécessairement baisser tous les prix, et entraîne à sa suite une baisse du taux d'intérêt et une baisse du taux de l'escompte. Marshall se perd en efforts vains pour chercher *quand même* sur le *marché monétaire* l'explication de la baisse. Il confesse du reste ingénument : « It puzzles me down to this moment ». C'est l'un des commissaires, M. Leonard Courtney, qui essaie de le tirer d'em-

¹ V. *Official Papers*, etc., p. 126.

barras. Mais, à eux deux, ils arrivent tout au plus à décrire ce qui se passe en cas de *retrait d'or d'un pays à l'autre* — phénomène tout à fait passager, n'ayant aucun rapport avec une baisse mondiale des prix, accompagnée d'ailleurs, nous l'avons vu (et ce qui devait paraître paradoxal à Marshall), d'un accroissement modéré de l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre, c'est-à-dire non d'une diminution mais d'une augmentation des moyens de crédit ¹.

Tout cela s'explique simplement quand on admet avec la meilleure tradition économique une action directe de l'offre des marchandises sur le niveau des prix, mais devient incompréhensible si l'on s'acharne à faire du taux d'escompte l'intermédiaire obligé de toutes les variations du niveau général des prix en hausse ou en baisse. Hier encore la même méconnaissance de ce grand phénomène a fait croire à certains économistes anglais qu'il suffisait de faire tomber le taux d'escompte encore un peu plus bas pour renverser la tendance des prix qui se poursuivait depuis dix ans, et dont la cause initiale n'est que l'absurde niveau des prix auquel on a cru pouvoir accrocher toutes les monnaies après la guerre.

Quoi qu'il en soit, l'idée que les variations du taux d'escompte non seulement sont un facteur de retournement des prix, mais le facteur principal et presque unique, est, depuis la déposition de Marshall, entrée triomphalement dans la doctrine anglaise.

Il s'agit, bien entendu, dans tout ce qui précède, des actions qui s'exercent sur les mouvements de longue durée des prix, et nullement sur les mouvements dits « cycliques ». Pour ceux-ci, on peut admettre des causes différentes de celles qui déterminent les mouvements que les Anglais appellent « séculaires », et sur lesquels les variations « cycliques » viennent se greffer. Les auteurs postérieurs à Marshall n'ont pas toujours fait cette différence; tantôt ils appliquent, tantôt ils refusent d'appliquer ces idées aux variations cycliques. Dans ce qui suit, c'est toujours de l'interprétation de ces mouvements de longue durée qu'il s'agit, sauf indication contraire.

¹ Cet accroissement s'explique très bien par la dépression elle-même, pendant laquelle les crédits faits antérieurement sont remboursés aux banques et ne sont renouvelés que partiellement. Les banques ont donc des moyens de crédit accrus. Mais la dépression empêche que le public y ait recours.

§ III. — M. Knut Wicksell et sa conversion

Tout incertaine que fût la théorie de Marshall, elle fournissait un précieux appui à quelques-uns des plus fâcheux courants de sentiments et d'opinions, que roule avec lui depuis toujours le grand flot trouble des idées relatives à la monnaie et au crédit.

Elle fortifiait tous les adversaires — devenus nombreux depuis la querelle bimétalliste (les uns par esprit grégaire, les autres par intransigeance monométalliste) — de l'idée d'une action directe de l'afflux des métaux précieux sur les prix. Elle fortifiait le sentiment si naturel aux banquiers que, depuis la multiplication des billets de banque et des chèques, les instruments de crédit, et eux seuls indépendamment de la production des métaux précieux, exercent une action sur les prix, — comme si le montant de ces instruments n'était pas lui-même en relation directe et visible avec les mouvements des réserves d'or ¹. Elle apportait enfin un immense appui aux nombreux esprits qui continuent depuis des siècles à poursuivre cette pierre philosophale de l'économie politique : le moyen de stabiliser le niveau toujours mouvant des prix.

Ceux-ci surtout en ont profité. Ce sont eux dont l'ardent prosélytisme cherche aujourd'hui à persuader les gouvernements qu'il est facile de diriger la monnaie. Tous attribuent au taux de l'escompte, dans leur conception, le rôle essentiel.

Un très savant économiste suédois, qui est aussi un vigoureux esprit, M. Knut Wicksell, a en 1898, dans un ouvrage paru en allemand, repris et développé la théorie de Marshall en la poussant à ses dernières conséquences ². Il a depuis réaffirmé ses idées dans des *Leçons* parues en suédois en 1906 et traduites depuis en allemand (1922) ³. Un mouvement de hausse des prix

¹ Cf. à ce sujet les graphiques significatifs publiés par M. MARJOLIN dans le numéro 3 de l'*Activité économique*.

² L'ouvrage intitulé *Geldzins und Güterpreis* est aujourd'hui presque introuvable. Nous le citons d'après la traduction anglaise parue en 1935.

³ Un résumé de sa théorie a été donné par M. Knut WICKSELL à l'*Economic Journal* en 1907, p. 213. On y trouve déjà nettement indiquée la suggestion d'une coopération internationale des banques pour maintenir les prix, et signalée l'opposition entre le maintien du niveau des prix et celui des changes sur laquelle M. Keynes en particulier a tant insisté depuis.

peut être déclenché, dit-il, par un écart suffisamment grand entre le taux d'escompte des banques et ce qu'il appelle le taux « normal » ou « naturel », ou encore « réel » de l'intérêt à long terme. Dans sa pensée, ce taux n'est pas identique au « taux d'équilibre » dont parlait Marshall, mais les deux conceptions sont voisines¹. Dans les deux cas il s'agit non d'un taux effectivement réalisé, mais d'un taux *théorique*, correspondant à *une vue de l'esprit*, et cela déjà suffit à marquer combien les banques, si elles avaient à régler leur politique sur cette donnée abstraite, pourraient se trouver embarrassées. Pour Wicksell, le taux « normal » est celui où la « demande et l'offre de l'épargne s'équilibrent exactement »².

Quand le taux des avances bancaires est inférieur à ce taux théorique, les entrepreneurs disposent d'une marge de bénéfices, qui constitue un encouragement suffisant à la mise en train de productions nouvelles, laquelle suppose des achats de matières premières et de services, dont l'effet est de provoquer une hausse générale des prix et des salaires. *Cette hausse peut se continuer indéfiniment*, le taux d'intérêt s'adaptant au nouveau niveau des prix, *pourvu que les banques persistent à maintenir leur taux d'escompte au-dessous du taux « normal » défini comme plus haut*. La hausse des prix est donc le moyen par lequel ces deux taux s'adaptent l'un à l'autre.

Notons tout de suite que Wicksell semble se figurer que le crédit à court terme des banques peut *remplacer* pour l'industriel le crédit à long terme, ou, comme il dit, « concourir » avec lui, alors que le premier peut tout au plus *suppléer* à l'absence momentanée du second³. Car c'est l'abondance de

¹ M. Gregory, dans son introduction à la réimpression des œuvres de Tooke, considère cette notion comme équivalente à la notion d'intérêt « réel » d'I. Fisher. Il y a là une erreur d'interprétation que nous signalons dans l'appendice.

² P. 220. Il est « plus ou moins égal, ajoute-t-il, au rendement attendu des nouveaux capitaux employés effectivement dans la production ». C'est ce qu'il appelle « die Grenzproduktivitaet des Wartens », notion complexe dont il faut chercher l'explication dans le premier volume de ses *Leçons*.

³ En fait dans une période où les dépôts à court terme des banques augmentent régulièrement et continuellement, par suite même de l'augmentation de monnaie, — comme cela s'est produit pendant la période 1900 à 1912, — les banques peuvent sans grand danger apparent placer à long terme une partie des fonds à court terme qui leur sont confiés. C'est ce qu'ont fait par exemple les banques allemandes pendant tout le début du xx^e siècle. Dans ce cas c'est

l'épargne à long terme qui, en définitive, importe le plus à la production. C'est le faible loyer de celle-là qui favorise le développement de celle-ci — et ce loyer importe beaucoup plus que l'écart qui peut exister (et qui existe presque toujours en fait) entre lui et le taux d'escompte.

Mais c'est la suite de l'argumentation qui nous intéresse surtout.

Pour que se poursuive la hausse des prix provoquée par l'écart voulu des taux, il faut en effet, nous dit Wicksell, une condition. Laquelle? Il faut, et c'est ici le noyau de l'argumentation, « que le système monétaire ait une élasticité indéfinie »¹.

C'est cette élasticité, continue-t-il, non pas indéfinie, mais relative qui est justement donnée quand une offre d'or, grâce à la production des mines, vient grossir les réserves des banques. Mais elle pourrait être donnée aussi autrement : *par exemple, si les banques pouvaient indéfiniment étendre leur crédit*. « Où est la différence, en effet, dit Wicksell, si nous remplaçons l'or par des billets, des crédits en comptes courants et d'autres formes de crédits de banque? Dans les deux cas (celui de l'or et des crédits de banque), la *causa efficiens*, l'origine immédiate de la hausse est la même, et c'est le fait que le taux des avances bancaires soit resté en dessous du taux « normal » d'intérêt; la conséquence doit donc être la même². »

Où est la différence? dirons-nous à notre tour. Elle est, en effet, sans importance : c'est simplement la petite différence entre l'or et le papier-monnaie!

Nous voilà donc avec Wicksell en possession d'un moyen de stabiliser les prix. Donnons d'abord aux banques « l'élasticité indéfinie » du crédit. Obligeons-les ensuite à établir leur taux d'escompte tantôt au-dessous, tantôt au-dessus du fameux taux « normal » d'intérêt, suivant que nous voulons ou faire hausser ou faire baisser les prix. Et le résultat est atteint. On peut se demander seulement s'il existera encore un taux « normal » d'intérêt et une épargne quelconque, quand les banques joui-

vraiment l'épargne à court terme (ce que nous avons appelé ailleurs l'épargne-réserve) qui fournit les fonds à long terme. Mais ces pratiques sont évidemment dangereuses, si une longue période de baisse succède à la hausse précédente, et si même une crise un peu violente entraîne des retraits importants de fonds.

¹ *Vorlesungen*, t. II, p. 224.

² *Op. cit.*, p. 226.

ront d'une élasticité « indéfinie » de crédit et que le crédit à court terme pourra « indéfiniment concourir » avec l'épargne à long terme. Il n'y aura plus besoin d'écart entre le taux d'escompte et le taux normal. La hausse se fera toute seule.

En somme, K. Wicksell nous dit ceci : « Mettez entre les mains des banques des moyens monétaires en or ou en papier tels qu'elles puissent indéfiniment faire du crédit, et obligez-les à baisser leur taux d'escompte. Vous obtiendrez une hausse également indéfinie des prix. Mais prenez bien garde ! N'allez pas avec des esprits simplistes attribuer la hausse des prix à l'abondance illimitée d'or ou de papier. Non. Ce qui provoque la hausse, sa *causa efficiens*, c'est le fait que les banques ont su maintenir un juste écart entre leur taux d'escompte et ce que j'appelle le taux « naturel » ou « réel » de l'intérêt, que je confesse d'ailleurs ne pouvoir préciser que d'une manière imparfaite, dont mes collègues Cassel ou Keynes par exemple, avec bien d'autres, contestent jusqu'au bien-fondé théorique, et dont les banques chargées éventuellement de la direction des prix n'ont, je le reconnais, aucun moyen de vérifier la réalité. »

Voltaire disait qu'un sorcier peut toujours réussir à détruire un troupeau par ses incantations, à condition d'accompagner les incantations d'une dose suffisante d'arsenic. L'incantation, ici, c'est l'écart entre le taux d'escompte et le taux « naturel » de l'intérêt. L'arsenic, c'est l'afflux d'or, ou la création illimitée de crédit. Pour K. Wicksell, c'est l'incantation qui importe; l'arsenic est l'accessoire.

Voilà où aboutit la doctrine de Marshall, dépouillée de toutes les atténuations et de toutes les nuances propres à la pensée de l'économiste anglais. Elle est bien dépassée. Le taux d'escompte n'est plus le simple intermédiaire à travers lequel l'afflux ou l'insuffisance de l'or exerce son action sur les prix. Il est devenu la « cause efficiente », et c'est l'or qui est proclamé l'intermédiaire, à vrai dire qualifié d'indispensable. Marshall n'est pas seulement dépassé; il est même contredit, car Wicksell finit par aller à l'encontre d'une au moins des idées les plus chères à Marshall. Pour celui-ci, le taux d'escompte est normalement une fonction du taux d'intérêt à long terme. Pour Wicksell, c'est le taux d'escompte à court terme qui finit par imposer son niveau au loyer de l'épargne. Ni l'une ni l'autre

thèse n'est exacte. Il y a entre les deux taux parfois une grande indépendance, parfois un étroit rapprochement. Les deux marchés sont en contact constant, mais ne sont pas alimentés par les mêmes ressources, ni sollicités par les mêmes besoins. Nous avons montré ailleurs ces différences essentielles ¹. Mais, entre les deux points de vue, celui de Marshall et celui de Wicksell, le premier est bien plus souvent en accord avec la réalité que le second. C'est pourtant celui-ci qui, dans la politique financière anglo-saxonne, a pris le dessus au cours des dernières années.

Telle est la position de Wicksell en 1898. Il va la changer notablement huit ans après.

C'est un incident curieux et significatif de l'histoire des idées économiques.

Depuis 1895, le tableau de la situation monétaire mondiale s'est transformé une fois de plus. L'exploitation des mines du Transvaal, avec l'énorme afflux d'or qu'il comporte, domine dorénavant les événements. La baisse prolongée des prix a fait place à une hausse impressionnante : le loyer de l'épargne et le taux de l'escompte sur toutes les grandes places s'élèvent parallèlement; dans le domaine de la production et des finances se manifestent, mais avec plus d'étendue, toutes les conséquences qui avaient étonné le monde entre 1851 et 1856.

Attribuer ce retournement à une autre cause qu'à l'abondance subite du métal précieux après une pénurie relative paraît vraiment difficile. Seuls s'y refusent encore quelques esprits restés sous l'influence de la controverse bimétalliste et des arguments opportunistes du monométallisme-or. Pour les autres, la leçon des événements est claire. La même ardeur que l'on mettait, dans la période antérieure, à chercher des recettes contre la baisse des prix, on l'applique maintenant à trouver des procédés pour enrayer la hausse.

La traditionnelle doctrine d'une action *directe* de l'afflux des métaux précieux sur les prix retrouve du même coup son prestige.

Voici comment Wicksell s'exprime dans la préface à ses *Leçons* de 1906 ² :

¹ Cf. notre étude sur l'*Epargne*, publiée en 1922 et reproduite dans nos *Essais sur quelques Problèmes monétaires* de 1934.

² P. XII. On trouvera la même déclaration en 1907 dans son article de l'*Economic Journal*, p. 218, en note.

Je m'étais représenté autrefois, en complet accord avec les vues de l'Ecole classique, que cette action (celle de l'afflux d'or sur les prix) s'exerce principalement par l'intermédiaire du taux d'escompte, en ce sens qu'une production d'or dépassant les besoins accroît tout d'abord les réserves d'or des banques et provoque par là l'abaissement de leur taux d'escompte, ce qui, à son tour, serait l'occasion d'une augmentation des prix telle que les nouveaux stocks d'or deviendraient juste suffisants pour les besoins de la circulation.

Après une réflexion plus approfondie, je suis arrivé à l'opinion qu'il faut, dans ce processus, mettre l'accent surtout sur la demande supplémentaire de marchandises provenant des pays producteurs d'or. Cette demande, si elle n'est pas accompagnée d'une offre supplémentaire égale de marchandises, ou, en d'autres termes, d'un accroissement du besoin d'or de la part des autres pays, doit nécessairement avoir pour conséquence une élévation des prix, élévation qui a lieu directement, si bien que le taux d'escompte n'en est pas effleuré, ou que même il est influencé dans le sens contraire ¹.

Ainsi, Wicksell est revenu à l'idée d'une action directe de l'or sur les prix, et, au cours de son ouvrage, il a pris la peine d'expliquer en détail comment fonctionne, d'après lui, ce mécanisme ². Dans sa conclusion, il résume ainsi son point de vue :

Il y a deux causes de changement du niveau des prix : d'une part, la demande de marchandises provenant des lieux de production des métaux précieux, accompagnée d'expéditions d'or en paiement de ces marchandises...; d'autre part, la circonstance que l'intérêt de l'argent prêté se trouve, pour une raison quelconque, soit au-dessous, soit au-dessus, du niveau qui serait au même moment conditionné normalement par le taux d'intérêt réel des capitaux effectifs. Cet écart, aussi longtemps qu'il dure, doit avoir pour conséquence une augmentation continue des prix (ou inversement une diminution) au cours de laquelle les moyens de paiement s'adaptent aux besoins nouveaux non pas par une augmentation ou une diminution de la quantité de monnaie (de l'or), mais par une accélération (ou un ralentissement) de la rapidité de circulation de la monnaie par l'intermédiaire du crédit ³.

Ce sont donc les seuls mouvements dits *cycliques*, et non plus les mouvements de longue durée, qui sont dus à l'écart

¹ Il continue d'une manière bien significative : « En ce qui concerne les conséquences pratiques à tirer de cette observation pour la fixation rationnelle de la valeur de la monnaie, cette modification de ma précédente conception n'a pas d'importance, une telle fixation supposant, à mon avis, comme condition préalable, la séparation totale entre la valeur de la monnaie et les fluctuations de l'or métallique. » Il admet donc que son système a pour condition un régime de papier-monnaie.

² Cf. pp. 194 et suiv. des *Vorlesungen*, t. II. Toute l'explication du mécanisme se rattache à celles de Cantillon, Levasseur, etc., mais avec un peu plus de technicité.

³ *Ibid.*, p. 244.

entre le taux effectif et le taux réel. Les autres sont liés à la production de l'or. Les premiers se réalisent au moyen d'une rapidité plus grande de la circulation monétaire, c'est-à-dire par un accroissement des crédits faits par les banques, les seconds par une augmentation directe du pouvoir d'achat représenté par l'or nouveau.

Wicksell, cependant, ne tire pas toutes les conséquences de ce changement de front. Imaginant le cas où la production de l'or deviendrait nettement insuffisante, et où il en résulterait une baisse prolongée des prix, c'est-à-dire un mouvement de longue durée, il n'hésite pas à conseiller pour y faire face un abaissement énergétique et prolongé du taux de l'escompte.

Une diminution suffisante du taux d'intérêt, dit-il, pourrait combattre efficacement la baisse inévitable qui, dans ce cas, ne manquerait pas de se produire; le seul obstacle au succès d'une telle mesure serait que la réserve d'or des banques ne réussirait pas longtemps à combler le vide de la circulation d'or que la production réduite du métal ne manquerait pas de provoquer ¹.

Pour parer à cet inconvénient, il conseille l'emploi d'un portefeuille étranger, suppléant en partie la réserve métallique de chaque banque, et finalement, si rien ne sert, la substitution pure et simple du papier-monnaie à l'or.

On reconnaît ici tout le programme que depuis dix ans nous voyons réclamer, et partiellement appliqué dans les pays anglo-saxons. On voit que cette conception date de loin et qu'elle n'est pas uniquement anglaise. Wicksell oublie cependant de mentionner une mesure importante, la seule justement qui pourrait être efficace dans l'hypothèse où il se place, mais qui, avant la guerre, ne venait à l'esprit de personne : la dévaluation monétaire, qui, en changeant le poids de l'unité monétaire, consacre l'abaissement du niveau général des prix, sans imposer à l'économie les affres de la déflation.

C'est qu'en effet, parmi les causes de changement durable du niveau des prix, Wicksell a oublié d'en mentionner une, et non des moindres, et qui est la contre-partie de l'abondance d'or : *l'abondance des marchandises*, qui, *elle aussi*, agit *directement* sur les prix, et les fait baisser, quand la production d'or n'est pas suffisante pour contre-balancer cette pres-

¹ *Op. cit.*, p. 246.

sion constante. Contre cette action, nous l'avons dit au chapitre précédent, et tant que l'on exprime les prix en la seule monnaie internationale connue, c'est-à-dire l'or, une baisse du *taux de l'escompte* ne pèse pas plus qu'un fêtu de paille dans un ouragan. Or, c'est justement une pression de ce genre qui s'exerce depuis dix ans sur le niveau artificiel créé par la guerre. Quant au remplacement de l'or par le papier-monnaie, c'est-à-dire de la monnaie internationale par une monnaie nationale, son effet est de déchaîner toutes les forces puissantes qui déterminent les prix des monnaies nationales les uns par rapport aux autres et viennent à travers le taux du change peser sur le niveau des prix de chaque pays, avec une force contre laquelle les mouvements du taux de l'escompte sont totalement impuissants.

La conversion de Wicksell n'est donc pas complète. Il reste fidèle malgré tout à la notion d'un taux d'escompte maître du niveau des prix, alors que cependant le rôle du taux d'escompte apparaît inutile quand l'or afflue (puisque la hausse des prix, d'après Wicksell, se produit indépendamment de l'escompte) et impuissant quand il y a pénurie d'or, tout relèvement des prix qu'il pourrait provoquer étant aussitôt enrayé par l'insuffisance des réserves bancaires et la limitation consécutive du crédit. C'est bien pour cela que Keynes et Hawtrey en sont venus à préconiser une autre méthode : l'achat de titres par les banques.

§ IV. — La théorie de Cassel

Wicksell n'est pas le seul qui soit revenu depuis 1900 à l'idée juste d'une action directe de l'or sur le prix. D'autres, et non des moindres, y sont retournés, et beaucoup ne l'ont jamais abandonnée. I. Fisher d'abord, pour lequel cette action est si évidente qu'il n'a même pas essayé — et on le lui a reproché — d'en décrire en détail le mécanisme. D'autres comme Keynes, avant la guerre, tout en se ralliant à la doctrine de Marshall, ont remarqué prudemment que le mécanisme n'est pas toujours le même¹. Edwin Cannan n'a jamais varié sur ce point. Pour

¹ Cf. son compte rendu du livre de FISHER : *The Purchasing Power of Money*, dans l'*Economic Journal*, 1911, p. 393 : « There is of course no single explanation suited to all times and places. »

lui, le problème se pose à peine, tant le mécanisme est clair ¹. Il trouve presque incroyable que quelqu'un ait jamais pu en douter, mais il ajoute cinquante ans après Cairnes qui l'avait dit avec quelque amertume qu'en fait, la méconnaissance de cette vérité est très répandue.

Mais à la fin de la guerre, puis plus tard en 1931, avec la crise, le problème de la fixité du niveau des prix reprend une acuité nouvelle. Nous sommes de nouveau depuis 1925 en présence d'une baisse prolongée des prix. L'idée d'utiliser le taux d'escompte comme instrument de stabilisation retrouve aussitôt une vogue nouvelle. Ceux qui préconisent cette politique, Cassel, Keynes, Hawtrey, tous, de près ou de loin, s'appuient sur les idées et les suggestions de Wicksell. Tous, ils accordent au taux d'escompte une influence prépondérante : les uns y voient un moyen de combattre la baisse des prix, les autres (Hawtrey) trouvent la cause même de la crise dans les hausses inopportunes du taux d'escompte auxquelles ont procédé les banques d'émission. Mais si l'on cherche la racine scientifique de leurs conceptions, le mécanisme précis par lequel ils se représentent l'action du taux d'escompte sur les prix, on n'est pas peu surpris de voir que la description de ce mécanisme, déjà si imparfaite chez Marshall, n'a pas fait le plus petit progrès, et que pas un des auteurs qui poursuivent la stabilisation des prix ne s'accorde avec les autres sur les moyens de la réaliser.

On a souvent constaté au cours de l'histoire des doctrines ce manque de concordance entre les inventeurs de systèmes de stabilisation générale des prix.

Walras trouvait inopérant le « symmétallisme » suggéré par Marshall, et celui-ci critiquait comme impraticable le monométallisme, complété par des émissions d'argent, de Walras. Quand, plus tard, I. Fisher a proposé son dollar compensé (dont le moindre défaut était de ne s'appliquer qu'aux Etats-Unis, et de laisser le reste du monde dans le noir), il a rencontré la critique aussi bien de Cassel et de Wicksell, que de Keynes et de Hawtrey. Nous verrons à l'instant que ni Cassel, ni Keynes, ne conçoivent comme Wicksell le taux « naturel » d'intérêt, base commune cependant de leurs théories, et que d'ailleurs Cassel et Keynes le définissent d'une manière différente. Quant

¹ Cf. CANNAN, *Money*, p. 66, et *Modern Currency*, p. 52.

à la théorie monétaire de Keynes, dont on peut dire qu'elle n'a convaincu personne, c'est Hawtrey qui s'est chargé d'en faire la critique la plus décisive. Ces contradictions n'ont en soi rien que de naturel et d'honorable. Par contre, on avouera que lorsque des spécialistes aussi qualifiés des questions monétaires sont tous en désaccord sur le sujet le plus difficile de la théorie monétaire, sur les principes et les méthodes d'une stabilisation des prix et sur les chances de la faire réussir, la hâte qui leur est commune de faire adopter par les gouvernements (individuellement ou collectivement) l'une quelconque de ces méthodes a quelque chose d'un peu troublant.

Sur quels arguments Cassel, par exemple, s'appuie-t-il pour démontrer la possibilité d'une stabilisation des prix par la politique d'escompte des banques? Sur des observations nouvelles et scientifiquement vérifiées? Du tout. Mais sur une série de déductions purement logiques, dépourvues de toute sanction expérimentale, et qui rappellent singulièrement la méthode dialectique de Marx ¹.

Comment l'or pénètre-t-il dans la circulation? A travers les banques, répond Cassel après Marshall. « Ce sont donc les banques qui, en définitive, règlent la circulation. »

On voit tout de suite la hardiesse de cette généralisation, comme si les banques ne restaient pas passives devant les afflux d'or, qu'elles se bornent généralement à subir.

Mais comment règlent-elles la circulation, et, à travers celle-ci, le niveau des prix? Réponse : par l'intermédiaire du taux d'escompte. (Comme si une grande quantité des instruments monétaires ne pénétraient pas dans la circulation en dehors de tout intermédiaire du crédit, par la simple augmentation des encaisses, à travers les billets et les dépôts qui les représentent!)

Donc, conclut Cassel, les mouvements du niveau général des prix, dans la mesure où ils sont dominés par les facteurs monétaires, *sont déterminés à chaque instant principalement par le taux d'escompte* ².

Cette série de propositions générales, dont chacune prise

¹ Nous citons, d'après la *Theoretische Sozialökonomie*, Leipzig, 1918. Cf. le § 58, intitulé : *La Réglementation du Niveau des Prix par le Taux d'Escompte*. L'ouvrage de Cassel a été traduit en français par M. Henry Laufenburger.

² *Loc. cit.*, p. 433.

en elle-même est inexacte mais qui ont l'air de se commander logiquement les unes les autres, a pour effet de détourner l'attention du lecteur de l'afflux d'or comme facteur du niveau des prix pour la concentrer sur le taux de l'escompte. C'est la thèse de Marshall, moins les nuances. Mais Cassel va bien au delà de Marshall.

Quel a été jusqu'ici l'objet poursuivi par la politique d'escompte des banques? demande-t-il. Permettre à l'or d'exercer son action sur les prix, en maintenant la convertibilité du crédit. Le maniement du taux d'escompte a donc servi à obtenir un niveau de prix *conforme à un certain but* : la subordination du niveau des prix à l'approvisionnement d'or.

Mais — et cette formule est comme la charnière de tout l'argument — n'y a-t-il pas d'autres buts que l'on pourrait se proposer d'atteindre en se servant du même instrument? Par exemple, le maintien d'un prix moyen stable pour un groupe donné de marchandises? Puisque « une politique d'escompte visant au maintien de l'équivalence entre l'unité monétaire et l'or réussit à obtenir un niveau de prix dont les variations « séculaires » sont en sens inverse de la valeur de l'or, *il ne paraît pas exagérément téméraire d'en conclure qu'une politique d'escompte, qui viserait l'établissement de n'importe quel niveau de prix pourrait atteindre un résultat analogue*. On pourrait se fixer de préférence comme but le maintien du prix moyen d'un certain groupe de marchandises. Grâce à une politique d'escompte appropriée, il devrait être possible de maintenir un niveau de prix tel que ses variations séculaires seraient en rapport inverse avec les variations du groupe choisi » et « si le groupe est assez large, continue M. Cassel, ses variations de prix seront faibles, et il serait ainsi possible, grâce à la politique d'escompte, de stabiliser suffisamment le niveau général des prix pour faire disparaître les variations séculaires »¹. Et voilà à quoi nous voulions en venir.

Ne dites pas à M. Cassel que ce n'est pas le taux d'escompte, mais la *convertibilité des crédits en or* grâce à laquelle le niveau des prix varie en relation avec l'approvisionnement d'or. Ne lui dites pas que tout ce qu'ont fait jusqu'ici les

¹ *Op. cit.*, pp. 434-435.

banques, c'est d'aider à *maintenir cette convertibilité*, laissant au niveau des prix le soin de se fixer lui-même par rapport à l'or. Ne lui demandez pas comment les banques feront dans le système suggéré par lui pour maintenir la convertibilité avec « un groupe de marchandises », ce qui paraît un peu plus compliqué que de la maintenir avec l'or. Il vous répondra — et cette analogie avec Ricardo¹ est bien curieuse — que la convertibilité est une chose *secondaire*; qu'en réalité, c'est le taux d'escompte qui est tout (comme si la convertibilité n'avait pas été maintenue pendant presque tout le xviii^e siècle en Angleterre et une bonne partie du xix^e en France *sans variations appréciables du taux d'escompte*, avec toute liberté pour les prix de fluctuer). Et si vous lui demandez des directives un peu plus précises pour les banques, qui auront (les pauvres!) une certaine peine à distinguer si un mouvement de prix donné correspond à une variation « séculaire » ou à une variation « annuelle »², il vous répondra qu'elles doivent maintenir le taux d'escompte *en accord* (*in Uebereinstimmung!*) avec l'intérêt « réel » du capital, notion dont il déclare lui-même qu'elle est « conventionnelle » et dont nous ne savons précisément qu'une chose, c'est que sa définition est autre que celle de M. Wicksell³.

De cette fantasmagorie — car nous sommes en pleine fantasmagorie — retenons simplement ceci : c'est que M. Cassel considère, comme M. Wicksell, mais avec moins de réserves, comme le système monétaire idéal, un système de papier-monnaie (ce qu'il appelle « *freie Währung* » n'est pas autre chose), où les variations du taux d'escompte fixeraient à chaque instant le niveau des prix. C'est à un tel système, et non à un régime-or, que sa conception s'applique. Or, ne savons-nous pas qu'en régime de papier-monnaie le taux d'escompte ne compte pratiquement plus (nous l'avons dit plus haut) en présence des réactions bien plus puissantes provoquées par la

¹ On sait que pour Ricardo la convertibilité du billet de banque était un *moyen secondaire*, utile simplement pour assurer une *limitation de la quantité* du papier. C'est cette limitation de la quantité qui seule maintenait la valeur du papier, à ses yeux.

² Pour Cassel, en effet, seules les variations séculaires peuvent être réglées par le taux d'escompte.

³ P. 437.

« confiance » dans le papier et par les variations du cours des changes?

Cette utopie monétaire aurait bien étonné Marshall. C'est cependant à sa doctrine, et au rôle indu qu'il attribue au taux d'escompte, qu'il faut remonter pour en trouver l'origine.

Mais il y a mieux. Après ce grand effort de dialectique verbale (selon les meilleures traditions de Marx et de Ricardo), M. Cassel est brusquement pris d'un scrupule. Après tout, se demande-t-il, cette stabilisation des prix est-elle tellement désirable? Et dans une page vraiment curieuse, il démontre — et cette fois-ci par des arguments dont nul ne contestera la force — que, sauf le cas d'un état stationnaire de l'économie, elle aurait des conséquences parfaitement injustes. Citons le passage en entier. On y verra la doctrine de M. Cassel aussi incertaine en ce qui concerne l'utilité sociale d'une stabilisation des prix que nous l'avons trouvée insuffisante en ce qui concerne les moyens de la réaliser. Et ses arguments vont frapper tout droit les conceptions de certains de ses collègues.

Dès que l'on considère une économie progressive, écrit-il, il est évident que le problème de la stabilisation des prix a encore d'autres aspects. Le progrès consiste non seulement dans les accroissements des forces de travail humaines, mais aussi dans une augmentation de leur productivité. Si la productivité s'accroît chaque année d'un certain pourcentage, on peut imaginer *ou bien* que les prix des marchandises restent les mêmes, et que par conséquent les revenus des producteurs s'accroissent du même pourcentage, *ou bien* que les revenus des producteurs restent constants, et que, par contre, les prix des marchandises s'abaissent de ce même pourcentage.

Quels effets ce changement aurait-il sur les relations entre prêteurs et emprunteurs? continue Cassel.

Si, avec une productivité croissante, les prix des marchandises restent les mêmes, le prêteur se voit rembourser une somme qui représente la même quantité réelle de marchandises que le prêt originaire. Il ne tire donc aucun avantage de la productivité accrue; il subit un désavantage relatif. Tout l'avantage appartient à l'emprunteur qui, s'il est producteur, profite directement de la productivité accrue à des prix inchangés, et s'il s'agit d'un Etat, par exemple, empruntant en vue de consommer, il voit sa puissance financière accrue grâce aux revenus accrus de la population. Si, au contraire, les prix des marchandises baissent dans la même proportion que la productivité s'accroît, le prêteur reçoit une part de la productivité accrue, tandis que l'emprunteur ne tire aucun avantage

(au moins en tant qu'emprunteur) de cet accroissement... Laquelle de ces alternatives faut-il choisir ? *Il s'agit là essentiellement d'une question politico-économique, où s'opposent de grands intérêts, et que la théorie économique n'a pas à trancher.*

Ainsi la stabilisation des prix est loin d'être un but facile à définir. Il en est d'elle comme du problème de la « juste répartition », que personne n'a jamais pu préciser, et sa mise en application susciterait immédiatement de nouveaux problèmes auxquels ses partisans n'ont pas jusqu'à présent donné des réponses beaucoup plus précises que celles de M. Cassel.

§ V. — Keynes, Hawtrey, et le retour à Cantillon

M. Cassel reste fidèle à la doctrine de Marshall en ce sens que le taux d'escompte lui paraît l'instrument par excellence de la direction des prix. Pour MM. Keynes et Hawtrey, le taux d'escompte ne suffit plus; il faut renforcer ses effets par une nouvelle méthode : les achats de titres sur le marché.

Tout en invoquant constamment l'autorité de Wicksell, M. Keynes, dans ses deux gros volumes intitulés : *A Treatise on Money*, parus en 1930, expose une doctrine qui diffère sensiblement de celle de l'économiste suédois, comme elle diffère, du reste, de celle de M. Cassel ¹.

Tout le livre de M. Keynes vise à formuler une politique grâce à laquelle les banques pourraient exercer une influence sur le niveau des prix; mais l'on est un peu surpris, après le grand effort de l'auteur, de voir l'extrême réserve des conclusions auxquelles il aboutit.

Notons d'abord, car cela est remarquable pour un disciple de Marshall, que le taux d'escompte ne lui paraît qu'un instrument assez médiocre pour agir sur les prix. Une durable action sur le niveau de ceux-ci ne peut être réalisée qu'à travers le loyer de l'épargne, c'est-à-dire le taux d'intérêt à long terme. Or, tout ce que les banques peuvent faire en abaissant le taux de l'escompte, c'est de provoquer de la part des déposants une tendance à placer plutôt leurs fonds en valeurs d'Etat, ce

¹ On trouvera également un exposé de ses idées sur ce point dans un article de l'excellente revue suédoise *Inder*, publié en 1930.

qui provoque naturellement une hausse de ces valeurs, c'est-à-dire une baisse du taux de l'intérêt à long terme ¹.

Mais il faut aller plus loin si l'on veut agir directement sur ce dernier taux. C'est en effet l'écart entre le taux *effectif* de l'intérêt à long terme, et son taux « naturel », qui peut seul déterminer une hausse des prix. Or, quel est ce taux « naturel » ? Ce n'est ni celui défini par Marshall, ni celui de Cassel, ni même tout à fait celui de Wicksell. « Le taux naturel de l'intérêt, nous dit M. Keynes, c'est celui où l'épargne (*saving*) et le placement (*investment*) sont exactement en équilibre » ², car — et c'est là toute sa théorie — dès que cet équilibre n'est pas réalisé (parce que le taux *effectif* de l'intérêt est soit au-dessus, soit au-dessous du taux naturel, et qu'ainsi l'épargne dépasse la demande de placement ou lui reste inférieure), les prix des denrées en sont aussitôt affectés. Les prix montent quand le taux effectif est inférieur au taux naturel; ils baissent dans le cas contraire.

Ne nous arrêtons pas à faire la critique de cette théorie exposée par Keynes avec un grand luxe de formules algébriques. Cette critique a été faite avec tous les développements nécessaires dans un article de M. Hawtrey. Faisons simplement remarquer que le taux « naturel » de M. Keynes n'est qu'une vue de l'esprit, qu'on ne peut ni l'évaluer en théorie, ni le constater en réalité, ce qui a pour conséquence de rendre la théorie invérifiable scientifiquement et inutilisable pratiquement pour les banquiers qui voudraient y chercher une directive.

Voyons seulement les conclusions auxquelles ces prémisses conduisent M. Keynes. Si son point de départ théorique est vrai, il s'agit, pour provoquer un retournement de la tendance des prix, de réaliser un taux effectif inférieur aux taux naturels. Mais ce résultat ne peut être atteint par le simple maniement du taux de l'escompte. Il faut exercer une action plus profonde, et ce sera l'achat direct sur le marché de titres de rente par l'opération bien connue d'intervention sur le marché libre (*open market policy*). Cette action devra être poursuivie « à outrance »

¹ *A Treatise on Money*, t. II, pp. 363 et suiv. Il reconnaît que jusqu'ici l'action du taux d'escompte a été faible et que seul l'avenir pourra montrer si l'emploi des moyens qu'il propose, « employés avec confiance au bon moment et au bon endroit », aura le succès désiré.

² *Traité*, t. I^{er}, p. 155.

par les banques jusqu'à ce que la baisse du taux d'intérêt ait atteint un point où la hausse des prix pourra commencer ¹.

Ainsi, M. Keynes, comme Wicksell, a besoin d'une création indéfinie de crédit par les banques, ou, plus exactement, d'une émission indéfinie de crédit bancaire, non pas en représentation d'avances normales, mais comme instrument d'achat direct sur le marché.

Ici encore la théorie de Marshall est singulièrement dépassée; c'est la théorie de « l'élasticité indéfinie du crédit » de M. Wicksell qui a pris le dessus. Il est plus que douteux qu'une émission de ce genre puisse aboutir à autre chose qu'à faire monter les valeurs de bourse en provoquant une spéculation dont les effets pourraient être très différents de ceux que M. Keynes en attend. On voit bien les avantages pour le budget de l'Etat d'une pareille politique; on ne voit pas comment ce taux artificiel d'intérêt pourrait modifier la situation d'une économie dont l'essor ou la dépression dépend évidemment d'une foule de causes variées.

La théorie de M. Hawtrey ², qui est cependant, en principe, très différente de celle de M. Keynes, aboutit en pratique aux mêmes conclusions. C'est aussi à des achats sans limites par les banques centrales de titres de rente sur le marché que M. Hawtrey voudrait que l'on ait recours pour combattre une dépression prolongée des prix. Cette opération combinée avec un taux très bas de l'intérêt à court terme lui paraît devoir déterminer la légère hausse des prix qui suffirait à remettre en branle dans un sens favorable tout le mécanisme économique.

M. Hawtrey est de ceux qui attribuent au crédit le pouvoir de maintenir le niveau des prix, et sa doctrine demanderait une discussion spéciale. Je n'en veux relever ici que les deux points essentiels se rattachant à l'objet de la présente étude, c'est-à-dire au mécanisme de fixation du niveau des prix. Tout d'abord M. Hawtrey estime que si depuis 1926 le système de l'étalon d'or (auquel d'ailleurs il reste attaché pour l'avenir) a été une « faillite désastreuse », c'est avant tout parce que les banques

¹ *Traité*, t. II, pp. 369 et suiv.

² Les livres de M. Hawtrey sont nombreux (le plus important d'entre eux vient de paraître en français) et mériteraient une étude d'ensemble. Ceux auxquels nous empruntons les passages essentiels qui suivent sont : *The Art of Central Banking* (1932) et *The Gold Standard* (1933).

centrales ont relevé leur taux d'escompte à des moments mal choisis. Ces relèvements de taux ont d'après lui, précipité une « déflation » des prix, qui elle-même a rendu la crise plus intense et plus violente. Après tout ce que nous avons exposé précédemment, nous croyons inutile de redire une fois de plus que la baisse des prix depuis 1925, et plus spécialement depuis 1930, résultant d'une réadaptation des prix-or à un niveau mondial correspondant aux rapports vrais entre la production de l'or et celle des marchandises, la pression exercée par la production croissante des marchandises était bien trop puissante pour qu'une action du taux de l'escompte pût l'entraver ou l'accélérer ¹.

Quant à l'action que des achats indéfinis de titres sur le marché peuvent avoir pour relever le niveau du prix des marchandises, il suffit de remarquer ici que recourir à ce moyen c'est, en fait, abandonner toute la théorie initiale de Marshall, d'après laquelle *l'écart entre le taux d'escompte et le taux d'intérêt* suffirait à relever les prix. M. Hawtrey revient purement et simplement à la vieille et ancienne méthode consistant à émettre sans limite des crédits de banque.

Voici comment il s'exprime :

Quand les banques achètent des titres à long terme, il peut s'écouler un intervalle avant que les nouvelles émissions provoquent de nouveaux investissements. Dans ce cas, les titres vendus aux banques diminueront entre les mains de leurs propriétaires de tout le montant vendu, et si les propriétaires en profitent pour réduire leurs dettes, à l'égard des banques, les crédits de celles-ci n'en seront pas augmentés. *Mais si les banques persistent à acheter de plus en plus de titres, elles dépasseront le point où le crédit créé est compensé par le remboursement des dettes, et elles peuvent alors sûrement provoquer une expansion.* Leurs achats créent de la monnaie qui reste entre les mains des vendeurs de titres. Il doit y avoir finalement une limite à la quantité de monnaie que ces vendeurs laisseront inactive, et il en résulte que, grâce à ce procédé, le cercle vicieux de la déflation peut toujours être brisé, quelque grandes que soient la dépression des affaires et l'hésitation des emprunteurs ².

Les espoirs fondés sur cette méthode me paraissent illusoires. L'émission de crédits bancaires par achat de titres, en vue de provoquer la hausse de ceux-ci, doit nécessairement

¹ Cf. sur tous ces points les passages de *The Art of Central Banking*, pp. 213 et suiv.

² *The Art of Central Banking*, p. 173.

amener le public à venir à son tour sur le marché et à racheter aux banques les titres mêmes qu'elles auront émis, en d'autres termes à renvoyer la monnaie créée par les banques à son lieu d'origine. Vouloir amorcer à travers le marché boursier une hausse du prix des marchandises, c'est une entreprise qui jusqu'à présent n'a jamais réussi. Peut-être pourrait-elle avoir un commencement de succès sur un marché financier entièrement nationalisé et coupé de ses contacts avec les marchés extérieurs (c'est la situation actuelle de l'Angleterre). Mais dans un marché normal, n'ayant pas perdu ses contacts internationaux, la tentative serait vaine.

Quoi qu'il en soit, nous revenons avec M. Hawtrey, comme avec M. Keynes, à « l'élasticité indéfinie » du crédit de Knut Wicksell. En fait, il en vient à reconnaître que la seule action dont nous puissions disposer sur les prix est celle qui consiste à multiplier les moyens de paiement en vue non d'avances, mais d'achats directs. Après toutes les subtilités auxquelles ont donné lieu les théories de Marshall, ce retour à une vérité connue depuis si longtemps est assez significatif.

Les critiques n'ont pas manqué aux doctrines aussi bien de M. Hawtrey que de M. Keynes. Pour ne citer que deux auteurs anglais : M. Cannan, dans son dernier volume, a consacré tout un paragraphe à la théorie des prix basée sur le taux d'escompte¹, et M. Lionel Robbins, dans son livre sur *La Grande Dépression*, a également consacré aux effets d'une expansion de crédit des pages excellentes.

Par contre, je ne crois pas qu'on ait signalé jusqu'à présent que la méthode préconisée par ces deux auteurs, et considérée par quelques-uns de leurs lecteurs comme basée sur les plus récents progrès de la science économique, *n'est autre chose qu'une vieille pratique déjà suivie par la Banque d'Angleterre au XVIII^e siècle*. L'achat de titres sur le marché est un « truc » que cette banque employait d'accord avec le gouvernement anglais lorsqu'il s'agissait de préparer un marché plus favorable aux émissions de titres d'Etat. Ce « truc » a été décrit et ses effets ont été analysés de la manière la plus complète par le vieil auteur que nous citons au début, et qui paraît

¹ Cf. *Modern Currency and the Regulation of its value*, Londres, 1931, pp. 81 et suiv.

aujourd'hui aussi oublié en Angleterre qu'il l'était au ^{xix}^e siècle, malgré l'excellente édition qu'en a donnée H. Higgs. C'est le sort des livres anonymes, même de premier ordre, d'être pillés par les contemporains (on sait que Cantillon a eu ce grand honneur et n'a guère été cité que par Adam Smith) et oubliés par les générations postérieures.

Voici comment Cantillon, dans les deux dernières pages de son ouvrage, décrit l'*open market policy* de son époque. Ces pages, écrites entre 1730 et 1735, paraissent particulièrement savoureuses à la lumière des expériences de l'an de grâce 1935 :

Si un ministre d'Etat en Angleterre, cherchant à diminuer le prix de l'intérêt de l'argent, ou par d'autres vues, fait augmenter le prix des fonds publics à Londres, et s'il a assez de crédit sur les directeurs de la banque pour les engager (sous obligation de les dédommager en cas de perte) à fabriquer plusieurs billets de banque, dont ils n'ont reçu aucune valeur, en les priant de se servir de ces billets eux-mêmes pour acheter plusieurs parties et capitaux des fonds publics, ces fonds ne manqueront pas de hausser de prix, par ces opérations, et ceux qui les ont vendus, voyant ce haut prix continuer, se détermineront peut-être, pour ne point laisser leurs billets de banque inutiles et croiant par les bruits qu'on sème que le prix de l'intérêt va diminuer et que ces fonds hausseront encore, de les acheter à un plus haut prix qu'ils ne les avoient vendus. Que si plusieurs particuliers, voyant les agents de la banque acheter ces fonds, se mêlent d'en faire autant, croiant profiter comme eux, les fonds publics augmenteront de prix, au point que le ministre souhaitera; et il se pourra faire que la banque revendra adroitement à plus haut prix tous les fonds qu'elle avoit achetés, à la sollicitation du ministre, et en tirera non seulement un grand profit, mais retirera et éteindra tous les billets de banque extraordinaires qu'elle avoit fabriqués.

Si la banque seule hausse le prix des fonds publics en les achetant, elle les rabaissera d'autant lorsqu'elle voudra les revendre pour éteindre ses billets extraordinaires; mais il arrive toujours que plusieurs particuliers, voulant imiter les agents de la banque dans leurs opérations, contribuent à les soutenir; il y en a même qui y sont attrapés faute de savoir au vrai ces opérations, où il entre une infinité de raffinemens, ou plutôt de fourberies qui ne sont pas de mon sujet.

Il est donc constant qu'une banque, d'intelligence avec un ministre, est capable de hausser et de soutenir le prix des fonds publics, et de baisser le prix de l'intérêt dans l'Etat au gré de ce ministre, lorsque les opérations en sont ménagées avec discrétion, et par-là de libérer les dettes de l'Etat; mais ces raffinemens, qui ouvrent la porte à gagner de grandes fortunes, ne sont que très rarement ménagés pour l'utilité seule de l'Etat; et les opérateurs s'y corrompent le plus souvent. Les billets de banque extraordinaires qu'on fabrique et qu'on répand dans ces occasions, ne dérangent pas la circulation, parce qu'étant employés à l'achat et vente de fonds capitaux, ils ne servent pas à la dépense des familles, et qu'on ne les convertit point en argent; mais si quelque crainte ou acci-

dent imprévu pousoit les porteurs à demander l'argent à la Banque, on en viendrait à crever la bombe, et on verroit que ce sont des opérations dangereuses ¹.

On voit qu'il y a peu de choses nouvelles sous le soleil. Les difficultés que rencontre aujourd'hui le marché de Londres par suite des énormes achats de titres de rente par les banques, Cantillon les avait prévues. Et n'est-il pas curieux qu'il ait constaté si exactement l'absence d'effet sur les prix des marchandises d'opérations entièrement limitées au marché monétaire?

APPENDICE

Il n'est peut-être pas inutile, étant donné la confusion qui règne aujourd'hui encore dans la terminologie économique sur le problème du taux de l'intérêt, de rappeler le sens des expressions employées dans notre texte et la distinction indispensable des marchés sur lesquels ces divers taux se fixent. La terminologie anglaise a longtemps confondu « profit » et « intérêt ». Aujourd'hui, elle emploie encore le même terme « capital » pour désigner ce que la doctrine continentale distingue depuis longtemps par les deux termes « épargne » et « capital ». (C'est le cas entre autres dans la déposition de Marshall citée plus haut.) La distinction sur laquelle M. Keynes insiste avec raison entre « savings » et « investments » est une vieille distinction de la doctrine économique française et italienne. Quant à l'identification du taux de l'escompte et du taux de l'intérêt, si fréquente dans la doctrine anglaise, c'est également une source fâcheuse de confusion.

Pour apprécier la valeur des doctrines que nous avons résumées dans l'article précédent, il faut soigneusement distinguer :

1° Le *rendement des capitaux matériels* existant à un moment donné (maisons, terres, usines, etc.) par rapport à l'épargne initialement employée, soit à leur achat, soit à leur création. C'est le rendement d'une société *par rapport à son capital social* tel qu'il figure au bilan.

Ce rendement est aussi divers que les entreprises elles-mêmes; il y a à chaque instant dans un pays (et dans le monde) *autant de rendements que d'entreprises*, depuis les plus prospères jusqu'à celles qui sont en perte.

Il est donc absurde de parler d'un *taux de rendement* des capitaux « réels », c'est-à-dire matériels.

¹ CANTILLON, édit. Higgs, 1931 (chez MacMillan), pp. 320-321.

Ce qui arrive, c'est que le niveau général des prix haussant ou baissant, l'ensemble des rendements s'accroisse ou diminue *en moyenne*; une période de hausse des prix accroît le rendement des entreprises prospères, équilibre les entreprises en pertes; une période de baisse des prix produit l'effet contraire.

Mais il n'y a pas un *taux* de rendement *type*, auquel on puisse se référer; le *taux moyen* de rendement, que l'on peut calculer en confrontant par exemple la somme des rubriques « capital social » dans les bilans des sociétés et la somme des dividendes payés par ces sociétés, est une notion *statistique*; ce n'est pas un prix.

2° Le *loyer de l'épargne*, ou *taux de l'intérêt à long terme*, est le *prix* payé pour l'épargne *neuve* demandée à un moment donné sur le grand marché où se rencontrent : d'une part, les épargnants qui cherchent un *placement*, et, d'autre part, les entrepreneurs, les Etats, les communes, etc., qui ont besoin de cette épargne soit pour la consommer, soit pour l'investir (deux destinations qui impliquent l'une et l'autre la *dépense* de l'épargne versée en monnaie par les épargnants).

Lorsque les prix des produits sont en hausse, et qu'ainsi le rendement des capitaux matériels existants ou à créer avec une épargne donnée paraît devoir augmenter (ou que le rendement des impôts pour l'Etat et les communes paraît devoir progresser), les demandeurs peuvent *offrir un intérêt plus élevé* pour un montant donné d'épargne, et le prix qui se fixe finalement pour les emprunts effectivement conclus tend naturellement à s'élever. C'est l'inverse dans le cas d'une baisse des prix des marchandises et des services.

C'est ainsi que le *loyer de l'épargne* a une tendance à suivre en hausse ou en baisse les mouvements généraux des prix des marchandises et des services, tendance qui naturellement peut être contrecarrée par d'autre circonstances, mais qui existe dans tous les cas.

Bien entendu il n'y a pas un *taux unique* du loyer de l'épargne, mais divers taux suivant le risque des placements envisagés, etc. Ces divers taux généralement très rapprochés pour les placements de même sécurité varient en général pour de longues périodes dans le même sens. Mais ces taux oscillent autour d'un *type* qui est, par exemple, l'intérêt payé pour les emprunts d'un pays où le crédit de l'Etat est indiscuté;

3° Le *taux de l'escompte*, *taux typique des avances bancaires*, se forme *sur le marché des disponibilités à court terme*. Ce marché est très différent du marché où s'offre l'épargne proprement dite, puisque l'offre y est constituée non par l'épargne, laquelle est exclusivement prélevée sur le revenu net, mais par les *encaisses momentanément libres du public* et mises à la disposition des banques ou d'autres organismes. Ces encaisses proviennent de *tous les revenus bruts* en monnaie perçus par les individus ou les entreprises.

J'ai montré ailleurs les différences essentielles entre ce marché

et celui de l'épargne, en distinguant l'épargne-réserve et l'épargne créatrice.

Le taux de l'escompte est naturellement très influencé par celui de l'intérêt à long terme, puisque dans un grand nombre de cas l'épargne-réserve (les disponibilités bancaires) est demandée *en attendant* que l'épargne proprement dite devienne disponible.

Les contacts entre les deux marchés : celui de l'épargne et celui des disponibilités bancaires, sont naturellement très nombreux. Mais *les deux marchés sont essentiellement différents* par la nature soit des ressources qui les alimentent, soit des besoins qui viennent s'y satisfaire ¹.

Au fond, toutes les controverses dont nous avons rendu compte dans les pages précédentes tournent autour du problème suivant : sont-ce les mouvements généraux des prix qui agissent sur le loyer de l'épargne et sur le taux de l'escompte? Ou sont-ce au contraire ces deux taux et les écarts qui peuvent exister entre eux qui influent sur les mouvements généraux des prix? La réponse ne me paraît pas douteuse.

Sur tous ces points on trouvera dans le livre si clair et intelligent de l'économiste suisse Somary (*Bankpolitik*) les explications les plus précises.

Quant aux taux *naturel* de l'intérêt, c'est une vue de l'esprit variant naturellement dans sa conception avec la variété des doctrines qui donnent toutes au mot « naturel » ou « normal » un sens différent ².

On ne peut dire la même chose de la notion du taux *réel* de l'intérêt telle qu'elle est définie, par exemple, par I. Fisher. Il s'agit ici d'une notion très simple, et qui correspond à la distinction constamment faite entre le *salaire nominal* et le *salaire réel*. L'intérêt *réel*, c'est l'intérêt évalué en marchandises, c'est la somme de *marchandises* qu'un intérêt de 5 francs peut, par exemple, acheter à un moment donné. On peut donc dire, en période de hausse rapide des prix, qu'un intérêt *nominal* de 5 % *évalué en marchandises* est le même qu'un intérêt de 4 % dans une période antérieure où les prix étaient plus bas. Il est légitime et compréhensible de dire dans ce cas que l'intérêt nominal a changé, mais que l'intérêt *réel* est resté le même.

¹ Je ne puis par conséquent me rallier à l'opinion d'Albert HAHN dans sa *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits* (1920) où il repousse la distinction des deux marchés (cf. pp. 10 et 11).

² M. Keynes qui paraissait y attacher tant d'importance dans sa *Théorie de la Monnaie*, l'abandonne dans son nouveau livre. « Je ne suis plus d'avis, écrit-il, que le concept d'un taux « naturel » de l'intérêt qui précédemment m'avait paru une idée pleine de promesses, puisse contribuer à notre analyse par quelque chose de vraiment utile ou significatif. C'est simplement le taux d'intérêt qui maintiendra le *statu quo*, or en général nous n'avons pas d'intérêt prédominant au *statu quo* comme tel. » *The General Theory of Employment Interest and Money*, 1936, p. 243.

CHAPITRE VIII

LA THÉORIE GÉNÉRALE DE LA MONNAIE AU DÉBUT DU XX^e SIÈCLE

§ I. Définition et fonctions de la monnaie. — § II. Théories relatives à la valeur de la monnaie. — § III. La théorie nominaliste de G.-F. Knapp. — § IV. Comment stabiliser le niveau des prix

Après les expériences et les discussions, dont les deux précédents chapitres ont essayé de rendre compte, en anticipant un peu sur les doctrines les plus récentes, comment, à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e, se présente aux yeux des économistes la théorie générale de la monnaie? Comment définit-on ses fonctions? Quel rôle distinct attribue-t-on, parmi la variété des instruments de paiement à la monnaie métallique, aux crédits-circulants, au papier-monnaie? Comment explique-t-on l'action différente sur le niveau des prix de ces différents instruments? Qu'appelle-t-on « valeur » de la monnaie, et comment conçoit-on le mécanisme par lequel elle se fixe à chaque instant?

Il peut paraître étrange qu'après tant de millénaires où la monnaie a toujours existé, on n'ait pas depuis longtemps trouvé à ces questions des réponses définitives. Cela n'est pas plus étrange cependant que les discussions qui se poursuivent encore sur les fonctions de l'Etat ou sur le meilleur système de représentation populaire. La monnaie est une institution historique dont le rôle essentiel est sans doute toujours le même, mais se présente au cours des siècles sous des formes constamment changeantes.

Le XIX^e siècle a vu disparaître beaucoup de régimes monétaires. Il en a vu se former que les siècles précédents n'avaient pas connus. La concentration des réserves métalliques dans les

caisses des banques d'émission et la multiplication de ces banques constituent déjà un phénomène nouveau. D'autre part, on a vu fonctionner à côté du pur étalon d'or dont l'Angleterre donne le premier exemple, le bimétallisme, puis l'étalon boiteux. On a vu naître une pratique nouvelle, le Gold Exchange Standard — la circulation intérieure d'un pays composée d'argent ou de papier restant rattachée à l'étalon d'or par l'intermédiaire d'un système quelconque de conversion à taux fixe avec la monnaie d'un autre pays. On a vu le papier-monnaie à cours forcé produire des effets différents en Espagne, en Italie, aux Etats-Unis, en Autriche, dans l'Amérique du Sud. On a vu le pouvoir d'achat de la monnaie d'argent puis celui de la monnaie d'or fluctuer de période en période.

En un mot, les expériences monétaires se sont multipliées. La tâche propre de la science économique est justement de tenir compte de ces expériences, des phénomènes nouveaux auxquels elles ont donné lieu, de vérifier dans quelle mesure elles l'obligent à modifier ou à compléter les formules et les interprétations traditionnelles. Le XVIII^e siècle enfermait sa doctrine monétaire dans quelques théorèmes très simples et très généraux. Ces théorèmes ont-ils fait place à d'autres plus précis et plus sûrs? Est-on mieux renseigné à la fin du XIX^e siècle qu'à la fin du XVIII^e sur les effets des systèmes monétaires, sur les services essentiels qu'ils doivent rendre, sur l'influence qu'ils exercent les uns sur les autres, d'un pays à l'autre?

Voilà ce que nous voudrions examiner dans ce chapitre. Et plus que jamais nous aurions à nous excuser de nous borner à l'étude des grands courants d'idées (en renonçant à mentionner beaucoup d'écrivains qui mériteraient de l'être) si notre objet n'était pas de concentrer l'attention du lecteur sur les doctrines essentielles et sur les problèmes fondamentaux¹.

Au premier abord, à lire les principaux ouvrages sur ce

¹ Si, parmi les innombrables ouvrages sur la monnaie parus en toutes langues, qui forment, réunis, une immense bibliothèque et que personne ne peut se flatter de connaître tous, j'avais à choisir les passages les plus importants à connaître et à méditer, je conseillerais à tous les lecteurs de lire d'abord deux études qui par leur concision et leur profondeur constituent les résumés les plus complets de ce qu'il est essentiel de connaître sur ce sujet : l'admirable article *Geld* de Carl Menger dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, et le chapitre des *Vorlesungen* de Knut Wicksell qui sert d'introduction au deuxième volume consacré à la monnaie et au crédit.

sujet, il semble que les plus grands désaccords séparent les écrivains. A y regarder de plus près, on découvre cependant sans trop de peine quelques thèses qui leur sont communes et une évolution intéressante dans la manière de présenter la doctrine de la monnaie.

D'abord en ce qui concerne la définition même de la monnaie et de ses fonctions, un accord substantiel tend à se faire, sinon sur les mots (car suivant les pays et suivant les écrivains les vocabulaires restent différents), au moins sur les choses signifiées par les mots. En ce qui concerne d'autre part la valeur de la monnaie, le rôle de la « demande » tend à se préciser, par opposition aux doctrines ricardiennes qui envisageaient exclusivement l'« offre ». On s'aperçoit que la notion de demande monétaire est simplement l'inverse de celle de vélocité de circulation, expression qui englobait dans la doctrine ricardienne tous les éléments autres que la « quantité ». Grâce à cette notion la théorie de la valeur de la monnaie se coordonne plus harmonieusement à la théorie générale de la valeur des biens dont elle était toujours restée plus ou moins distincte chez les classiques. En ce qui concerne enfin le papier-monnaie on s'aperçoit que dans certaines circonstances sa valeur peut être maintenue relativement stable, et cette constatation encourage les utopistes qui depuis un siècle rêvent de remplacer la monnaie métallique par celle de papier.

Comme à toutes les époques en effet la théorie de la monnaie connaît ses hérétiques et ses utopistes.

Au début du xx^e siècle, l'hérétique-type est Knapp, avec sa *Staatliche Theorie des Geldes*. Il pose à nouveau tout le problème de l'organisation monétaire, que le xix^e siècle avait cru résoudre au mieux des intérêts de la communauté économique. En même temps, des esprits tout autrement orientés que celui de Knapp se posent un autre problème : celui de la stabilisation de la valeur de la monnaie. Par une étrange ironie, c'est à la veille même d'une guerre mondiale où les gouvernements se préparent à détruire sans scrupules et pour longtemps le peu de stabilité que grâce à l'or le xix^e siècle était péniblement parvenu à réaliser, que ce problème est discuté avec le plus d'ardeur.

§ 1. — Définition et fonctions de la monnaie

Et d'abord, parmi les divers instruments de circulation, lesquels méritent le nom de monnaie?

Au ^{xvii}^e et au ^{xviii}^e siècle, quand on parle de monnaie, c'est toujours de monnaie métallique qu'il s'agit. C'est d'elle seule que l'on fait la théorie. La théorie du papier-monnaie est à celle de la monnaie métallique, comme en médecine l'étude de la pathologie d'un organe est à celle de son anatomie et de sa physiologie normales.

Mais au ^{xix}^e siècle se multiplient une série d'instruments de paiement nouveaux, les billets de banque et le chèque. Faut-il aussi les considérer comme monnaie? Oui, si nous entendons par monnaie tous les instruments de circulation. Non, si nous admettons que pour mériter le nom de monnaie, un instrument de circulation doit être aussi un étalon de valeur, dignité à laquelle les billets de banque et les comptes courants disponibles par chèques ne peuvent prétendre à aucun degré. Simples *crédits circulants*, simples créances payables en monnaie-étalon, ils sont tout au plus de la « monnaie fiduciaire ».

Cette solution s'imposerait à tous, si les discussions périmées de la Currency School et les vieilles distinctions ricardiennes n'avaient laissé leur trace dans les esprits; si d'autre part, le Gouvernement anglais, dès 1833, le Gouvernement français, après 1876, et le Gouvernement allemand un peu plus tard ne s'étaient avisés de donner cours *légal* au billet de banque, pour faciliter sa circulation en temps de paix, et avec l'arrière-pensée d'aider en temps de guerre à sa transformation en billets à cours forcé. Le cours légal donné au billet tend à renforcer dans l'esprit du public l'idée fausse que le billet est une monnaie, au même titre que la monnaie métallique, comme si avec ou sans cours légal, la valeur du billet de banque convertible n'était pas fixée par celle du métal dans lequel il est remboursable.

De là une controverse aussi passionnée que vaine, tendant à opposer le billet de banque au chèque, à qualifier le premier de monnaie, et à refuser ce nom au second. C'est la solution

de Helfferich ¹, dans son livre de 1907 où il codifie la doctrine allemande sur la monnaie. C'est aussi celle d'Irving Fisher. Mais ce n'est pas celle de Conant ², par exemple, en Amérique, ni celle du grand banquier Paul Warburg dans la série de conférences et d'articles où il s'est fait l'éloquent et érudit avocat de la création d'une Banque fédérale de Réserve pour les Etats-Unis ³. Ce n'est pas celle non plus de la plupart des écrivains français qui continuent à réserver le nom de monnaie à la seule monnaie métallique et de monnaie fiduciaire au billet. Controverse sans grand intérêt et qu'il suffit d'avoir signalée, car elle s'évanouit dès que l'on convient de s'entendre sur le sens des mots. Les écrivains mêmes qui appellent monnaie le billet de banque, lorsqu'ils en viennent à faire la théorie de la monnaie, ne considèrent plus que la monnaie servant d'étalon — monnaie métallique ou papier-monnaie ⁴. Quant à ceux — et ce sont surtout les Anglais — qui désignent par le terme « money » tous les instruments de paiement quels qu'ils soient (par exemple Robertson) — se conformant ainsi aux habitudes de langage du public — mettent dans une classe à part la « standard money », c'est-à-dire la monnaie qui sert, non seulement d'instrument de paiement, mais encore d'étalon des valeurs, et en laquelle s'expriment les prix. On en revient toujours à distinguer la monnaie-étalon des instruments de circulation qui tirent leur valeur de leur convertibilité en celle-ci. Or il n'y a que deux monnaies étalon : la monnaie métallique et le papier-monnaie à cours forcé. C'est à ces deux monnaies que l'on pense quand on essaye de définir la nature et les fonctions de « la » monnaie.

Ici une remarque s'impose. Certains écrivains, et ce sont les plus nombreux, quand ils abordent la théorie monétaire, sous-entendent qu'il s'agit de *monnaie métallique* et de *celle-là seule*. D'autres, plus rares, englobent au contraire dans leurs

¹ HELFFERICH, *Das Geld*, 1906.

² CONANT, *La Monnaie et le Crédit*, traduction française. Paris, 1907.

³ PAUL WARBURG, *The Federal Reserve System. Its origin and growth*. New York, 1930.

Citons encore ici deux écrivains, l'un suédois, l'autre autrichien, qui maintiennent la distinction entre la monnaie métallique servant d'étalon et les instruments de circulation : Knut WICKSELL dans ses *Vorlesungen* (cf. p. 2), parues en 1906 en suédois, et Ludwig VON MISES dans son livre *Das Geld und die Umlaufsmittel* dont la première édition a paru avant la guerre et dont le titre à lui seul est suffisamment significatif.

considérations le papier-monnaie. Différence importante et lourde de conséquences. Dans ce qui suit, nous nous occupons d'abord des premiers. Les théories dont nous avons à parler maintenant concernent donc la monnaie métallique seule.

C'est ici que se place une question préalable que tous les théoriciens discutent à l'envi : la monnaie métallique est-elle ou non une « marchandise comme les autres » ?

L'origine de cette formule remonte au XVIII^e siècle. Elle a été reprise avec prédilection par Ricardo. A une époque où le mercantilisme attribuait à la possession de monnaie par un pays une importance primordiale, les économistes se sont évertués à démontrer aux gouvernements que l'or et l'argent n'avaient ni plus ni moins d'importance que les autres marchandises, que les métaux précieux entraient dans un pays et en sortaient dans les mêmes conditions que les autres marchandises, c'est-à-dire suivant le prix auquel on les payait dans les différents pays, — et que du reste leur quantité était indifférente puisque le niveau des prix s'adaptait à cette quantité de telle sorte qu'elle ne fût jamais ni insuffisante ni surabondante. Ce sont là les thèses essentielles de Hume et de Ricardo.

Mais la formule employée pour résumer cet ensemble de propositions est particulièrement malheureuse. Car il n'y a pas de marchandise « comme les autres ». Chaque marchandise a ses caractéristiques particulières, répond à des besoins spéciaux et à une demande limitée sur le marché. Il y a pour chacune d'elles une proportion qui peut ou non correspondre aux besoins d'un pays à un moment donné. La formule « la monnaie est une marchandise *comme les autres* » n'a donc pas de signification précise (en dehors des conclusions pratiques que l'on prétendait en tirer). Car ce qu'il s'agit de définir ce sont les *caractéristiques particulières* de cette marchandise spéciale qu'est la monnaie (lorsque bien entendu la monnaie est formée de métal précieux).

Le grand argument invoqué par ceux qui refusent de voir dans la monnaie une marchandise, c'est qu'on ne l'acquiert pas pour la posséder ou la consommer, mais *pour s'en débarrasser*.

L'argument, repris par une foule d'auteurs (par exemple par Gide), se rattache à la conception développée déjà par John Law et Adam Smith — d'après laquelle la monnaie est essen-

tiellement un « bon d'achat » — la « grande roue de la circulation ». Turgot avait déjà noté l'erreur de cette conception en disant que la monnaie n'est pas un « signe » mais une richesse. Du reste, la plupart des biens, à une certaine phase de leur production, sont acquis « pour être vendus » — c'est le cas de toutes les marchandises fabriquées par des entrepreneurs en vue du marché. Beaucoup d'autres, comme les maisons, les tableaux, sont acquis pour en jouir, certainement, mais avec l'arrière-pensée de s'en défaire à tel ou tel moment. La monnaie ne se distingue pas de ces biens car elle aussi est acquise souvent non pas pour s'en défaire mais pour être conservée. Menger a fait ici une remarque très juste :

La doctrine de certains théoriciens récents d'après laquelle le caractère vraiment distinctif de la monnaie par rapport aux autres marchandises serait qu'une marchandise pour remplir son but, c'est-à-dire pour être consommée, doit disparaître du marché, alors que la monnaie remplit son objet en étant dépensée et en restant sur le marché, cette doctrine s'applique seulement à la fonction de la monnaie qui la distingue des autres biens, c'est-à-dire à sa fonction d'intermédiaire. Il est évident que la monnaie, c'est-à-dire la marchandise qui sert à la circulation des biens, reste normalement sur le marché alors que les autres doivent en disparaître. Mais c'est une erreur d'en conclure que la monnaie n'est pas une marchandise, bien plutôt faudrait-il en conclure que la monnaie a le caractère d'une marchandise d'une manière permanente, alors que les autres biens ne l'ont que d'une manière passagère et que la monnaie remplit déjà sur le marché une importante fonction économique, alors que les autres marchandises ne fournissent l'utilité correspondant à leur nature que lorsqu'on les consomme, c'est-à-dire lorsqu'elles cessent d'être des marchandises ¹.

La monnaie métallique est donc un bien économique désiré comme tous les biens économiques, et il s'agit justement de savoir quelles sont les qualités de ce bien qui le font désirer. On quitte ainsi tout naturellement les discussions stériles sur la définition de la monnaie pour aborder le problème de ses « fonctions », problème infiniment plus intéressant et aussi plus difficile.

Les qualités de la monnaie métallique tiennent à *sa forme* et à *sa substance* et il est vain à notre avis de prétendre séparer sa substance de sa forme. La monnaie métallique est : 1° intermédiaire des échanges; 2° instrument de comparaison des

¹ MENGER, *Grundsätze*, 2^e éd., p. 261.

valeurs (voilà pour la forme et pour le nom si l'on peut dire); 3^e réserve de valeur.

Cette énumération des fonctions de la monnaie, ou encore des « services » rendus par elle, est extrêmement ancienne puisqu'elle remonte à Aristote. Elle n'a jamais été abandonnée. Au XVIII^e siècle, Galiani (dans un passage que nous avons cité), Adam Smith, après Hutcheson, la reprennent. Mais au cours du XIX^e siècle, et surtout après Ricardo, la coutume s'introduit chez beaucoup d'écrivains de ne plus mentionner la troisième fonction de la monnaie métallique, et de définir simplement la monnaie par les deux premières. La monnaie, dit-on couramment depuis Michel Chevalier jusqu'à Colson, est l'intermédiaire des échanges et l'instrument de comparaison des valeurs (valorimètre, dira Leroy-Beaulieu). La même formule se retrouve chez les auteurs les plus récents : Cassel, Hawtrey, Robertson et d'autres.

Cette réduction à deux des fonctions de la monnaie a de grands inconvénients. Car cette double fonction pourrait être remplie à la rigueur par n'importe quelle « unité de compte », dont la quantité serait limitée d'après un principe quelconque. C'est ce que Ricardo avait déjà indiqué¹. C'est ce que Cassel, à un siècle de distance, affirme à son tour. La monnaie réduite à ces deux fonctions apparaît comme un simple instrument de liquidation des dettes réciproques et comme l'indispensable moyen (cette démonstration très importante est due à Walras) d'arbitrage entre les prix des marchandises prises deux à deux². On pourrait même se passer de toute représentation matérielle de la monnaie si tous les comptes étaient réglés à jour fixe par compensation... et s'il n'y avait pas de solde. *Mais il y a toujours des soldes, dont la valeur doit être sauvegardée, et la*

¹ RICARDO, *Principles*, § 125.

² Cette démonstration de Walras, que Wicksell a reprise (p. 16), est l'un des éléments les plus intéressants de sa théorie de la monnaie. Elle devrait figurer dans tous les manuels d'économie politique, d'où malheureusement elle est presque toujours absente. Elle écarte définitivement l'idée que la monnaie n'apporte rien de nouveau dans le système des échanges, et que ce système fonctionnerait de la même manière si la monnaie était absente, et si tout se passait en trocs. On aurait bien dans cette hypothèse des prix d'une marchandise en une autre, mais les arbitrages entre marchandises ayant des prix différents en une troisième ne pourraient avoir lieu faute de *tertium comparationis*, et l'équilibre général ne s'établirait pas.

manière dont ces soldes sont acquittés a une importance de premier ordre pour les échanges.

Or la monnaie métallique remplit justement une troisième fonction, la plus importante de toutes, et celle qui probablement est à l'origine de toutes les autres : la fonction de réserve de valeur, d'assurance contre les incertitudes de l'*avenir*. Elle est un pont entre le présent et le futur ¹. Elle est un moyen de payer les soldes, en attendant que ceux-ci trouvent leur emploi compensateur.

Disons tout de suite que la plus grande partie des auteurs du XIX^e siècle, s'ils ne mentionnent pas cette fonction, la *sous-entendent*. Il ne vient même pas à l'esprit de la plupart d'entre eux qu'une monnaie autre que la monnaie métallique puisse servir d'étalon ou en tout cas, si elle leur vient, ils la repoussent avec horreur. Le papier-monnaie est à leurs yeux un cas pathologique que l'on traite à part. La notion même de monnaie étalon renferme dans leur pensée sans qu'il soit besoin de l'explicitier celle d'une marchandise ayant une valeur propre, et par conséquent celle de « réserve de valeur ». Peut-être aussi croient-ils à tort devoir distinguer, par un besoin de logique formelle, ce que la réalité sociale n'a justement pas séparé et ce que par conséquent le théoricien n'a pas le droit de séparer s'il veut comprendre le rôle réel de la monnaie : le métal-marchandise et l'aspect monétaire donné au métal.

Un exemple caractéristique de cette manière de comprendre la théorie de la monnaie est donné par Pantaleoni dans son *Economia pura* (1889) ².

La monnaie pour Pantaleoni est exclusivement « intermédiaire des échanges », et par suite « commun dénominateur des valeurs ». Toutes ses autres fonctions dérivent de son caractère « merceologique », c'est-à-dire de son caractère de marchandise, et sont par conséquent « contingentes ». Cependant même le caractère d'intermédiaire des échanges suppose, dit Pantaleoni, « une condition de fait » et c'est que « tout le monde désire et accepte la monnaie, ayant la confiance qu'on

¹ Je suis heureux de retrouver cette formule dans le dernier livre de M. Keynes à la p. 293 « *The importance of money essentially flows from its being a link between the present and the future* ».

² Nous citons dans ce qui suit d'après la traduction anglaise de J. Boston Bruce (1899), l'édition italienne étant introuvable.

pourra en disposer toutes les fois qu'on le désirera ». Quels sont les motifs de cette confiance, cela importe peu : un objet fonctionnera comme monnaie aussi bien qu'un autre pourvu qu'on ait en lui le même degré de confiance (p. 223). *Par ce biais Pantaleoni fait en réalité entrer dans la notion de monnaie celle d'un objet désiré par lui-même et ayant une valeur propre* — car on aura toujours plus de confiance (dans le sens indiqué par Pantaleoni) en un objet qui *outr*e sa demande comme intermédiaire des échanges *est encore demandé pour d'autres raisons*, que dans un objet qui est demandé exclusivement parce qu'il est intermédiaire des échanges. Partant de là il passe à la démonstration de la théorie quantitative, en prenant pour point de départ le théorème suivant, directement emprunté à Ricardo, mais dont la fausseté a été démontrée maintes fois par les faits. « Si nous supposons un bien qui soit exclusivement intermédiaire des échanges, nous sommes en présence du fait que l'utilité de la masse entière de ce bien employée à cet usage, qu'elle soit grande ou petite, ne varie jamais... La valeur totale de la masse de monnaie, c'est-à-dire la valeur intégrale de la masse, ou encore la valeur de la somme de toutes les unités de monnaie, sera constante. » « La valeur de l'unité monétaire sera donc exprimée par la formule $v = \frac{m}{qr}$, où m est la masse des transactions (c'est-à-dire la demande de monnaie) et l'offre de monnaie le produit de sa quantité q multipliée par la rapidité de sa circulation r . » (P. 231 ¹.)

On voit que la notion de « réserve de valeur » est en appa-

¹ Il est très intéressant de lire la critique de cette présentation de la doctrine quantitative par un auteur anglais d'infiniment de talent et de finesse, élève de Jevons et propagateur de la doctrine de l'utilité finale, mais trop peu connu et trop rarement cité, Philip H. WICKSTEED, dans un ouvrage souvent profond intitulé *The Common Sense of Political Economy*, Londres, 1910, MacMillan, éditeur.

Dans un ouvrage considérable, *Ricerche sopra la Teoria generale della Moneta* (Milan, 1932), dont une bonne partie a été rédigée avant 1914, Gustave DEL VECCHIO critique les essais d'application de la théorie de l'utilité marginale à la valeur de la monnaie. Lui-même en fait une application nouvelle, dont il serait trop long d'exposer ici le mécanisme extrêmement complexe. Disons seulement que nous n'acceptons pas la position initiale de l'auteur qui ne veut voir dans la monnaie qu'un intermédiaire des échanges, et par conséquent dans la « demande » de monnaie que la demande d'intermédiaire des échanges. C'est la position prise par Pantaleoni et que nous venons de critiquer.

rence entièrement étrangère à cette conception, qui paraît avoir prédominé à la date où a paru le livre de Pantaleoni dans l'enseignement italien et anglais. Elle y est cependant implicitement contenue, car tout le raisonnement ne tient que si la *confiance* existe.

En tout état de cause, l'importance de la fonction de réserve de la monnaie métallique est fondamentale, et en la passant sous silence, on suscite toutes sortes de malentendus.

L'homme, en effet, ne vit pas seulement dans le présent. L'homme économique, en particulier, vit essentiellement *dans l'avenir*¹, et cette préoccupation se traduit justement par la formation *de réserves*. Si l'homme était un Robinson, ces réserves se feraient exclusivement sous la forme d'objets de consommation moins périssables que d'autres, ou d'instruments de travail. Mais comme l'homme est un *être social*, et que la vie économique repose tout entière sur la division du travail social, il constitue ses réserves d'avenir non seulement en objets d'utilité personnelle, mais en objets *dont il sait qu'ils sont désirés par les autres membres de la communauté*. Exactement comme il fabrique des objets qui ne lui sont pas nécessaires à lui-même, mais qu'il est sûr de vendre. Les métaux précieux — objets à la fois rares et beaux comme les pierres précieuses² — se sont dès l'origine prêtés à la *formation de*

¹ C'est même ce qui constitue l'éternel malentendu entre les économistes et les sociologues ou les historiens, dont les préoccupations visent le plus souvent à expliquer le passé.

² Je ne résiste pas au plaisir de citer ici une fois encore GALIANI, qui écrit dans *Della moneta*, t. 1^{er}, pp. 61 et suiv. (de l'édition Custodi de 1802) :

« Utile est tout ce qui produit un vrai plaisir, ou ce qui apaise la pointe d'une passion. Or nos passions ne consistent pas seulement dans le désir de manger, de boire ou de dormir; ce ne sont que les premières, qui, une fois satisfaites, en font surgir d'autres également fortes. Car l'homme est ainsi constitué, qu'à peine un désir apaisé, un autre surgit, qui le stimule avec la même force que le premier... C'est ainsi que les choses qui nous attirent le respect ont avec raison la plus grande valeur. Telles sont les dignités, les titres, les honneurs, la noblesse, le commandement, qui sont les principales parmi les choses non matérielles. Suivent immédiatement après un certain nombre d'objets qui par leur beauté ont été à toutes les époques estimés et recherchés par les hommes; et ceux qui ont eu la chance de les posséder et d'en orner leur personne en ont été estimés et enviés. De cette sorte sont les gemmes, les pierres rares, certaines fourrures, les métaux les plus beaux, c'est-à-dire l'or et l'argent, et certains travaux de l'art qui contiennent en eux-mêmes beaucoup de travail et de beauté... »

» Mais la plupart des hommes avec Bernard Davanzati, raisonnent ainsi : un veau naturel est plus utile qu'un veau d'or, mais combien il est moins apprécié. Je réponds : si un veau naturel était aussi rare qu'un veau d'or il aurait

réerves, en raison aussi bien de leur inaltérabilité que du désir universel dont ils sont l'objet. La monnaie métallique se prête donc particulièrement bien à la formation de réserves, d'abord *en raison de sa substance*, et plus tard en raison même du surcroît d'« acceptabilité » (si l'on peut ainsi dire) que confère aux métaux précieux leur choix comme instruments matériels de paiement. Dans l'évolution de la monnaie, il est probable que la formation de réserves de métaux précieux a précédé la création des monnaies. Ces métaux ne sont accessibles d'abord qu'aux classes les plus riches et aux classes trafiquantes. Les transactions dans les sociétés anciennes sont espacées les unes des autres et l'on ne peut prendre comme instrument de paiement qu'un objet dont la valeur se conserve longtemps identique. Une fois les métaux précieux devenus plus abondants, une fois que leur frappe en monnaie les a rendus accessibles non plus seulement à quelques personnes, mais à tous ceux qui commercent, la formation de réserves métalliques est devenue également possible pour tous, et comme les espèces monétaires sont l'intermédiaire par où se répandent dans le public les métaux précieux, c'est, en régime de monnaie métallique, sous forme d'espèces que les réserves se constituent à tous les étages de la société, depuis les plus riches jusqu'aux plus pauvres. (Plus tard on se contentera de les constituer en papiers ou créances *convertibles à volonté en métaux précieux*.)

Certes, l'homme peut se constituer des réserves sous d'autres formes encore. Toute création de capital, toute acquisition de biens précieux, objets d'art, bijoux, pierreries, métaux rares, toute constitution d'un portefeuille, toute construction

un prix dépassant celui du veau d'or dans la mesure où l'utilité et le besoin du premier est supérieur à celui du second... Il y en a en effet qui disent : une livre de pain est plus utile qu'une livre d'or. Je réponds : ceci est un paralogisme honteux venant de l'ignorance que les mots « plus utile » et « moins utile » sont des termes relatifs et qu'ils varient suivant l'état différent des personnes. Si l'on parle d'une personne qui manque de pain et d'or, certainement le pain est le plus utile. Mais les faits sont en accord avec ceci parce qu'on ne trouvera personne qui laisse le pain de côté et meure de faim en prenant l'or. » (P. 67.) P. 72 : « Laissant donc de côté toutes les considérations qui proviennent d'une méditation superficielle et imparfaite, je conclus que les objets qui inspirent du respect aux hommes, donnent de la beauté aux femmes et du charme aux enfants, sont utiles et justement utiles. D'où on doit tirer la conséquence très importante que l'or et l'argent ont une valeur en tant que métaux avant d'être de la monnaie. »

de maison, représente une réserve; mais la réserve de métaux précieux — (et ce n'est guère que par accumulation de monnaie que cette réserve peut s'effectuer pour l'immense majorité des hommes) — est de beaucoup la plus commode, la plus universelle, la plus sûre, celle qui en cas de besoin se réalise le plus aisément. Le jour où une monnaie, pour une raison quelconque, perd cette capacité de servir de réserve de valeur, le jour où par exemple une monnaie de papier se déprécie — même si elle ne perd pas tout de suite ses autres fonctions, *elle y devient moins apte*. Sous la Révolution, plutôt que d'utiliser l'assignat à valeur « fondante »¹, même comme simple instrument de paiement, on préférerait recourir au troc. Qu'est-ce à dire sinon que la monnaie, n'étant plus réserve de valeur, cessait du même coup d'être un bon intermédiaire des échanges?

En effet, et cette remarque est essentielle, la fonction d'intermédiaire des échanges, *puisque le temps y est nécessairement impliqué* (un certain délai s'écoulant entre la réception de la monnaie et sa dépense), *suppose* la fonction de réserve de valeur. Une somme d'argent reçue en paiement — qu'il s'agisse d'un traitement de fonctionnaire, d'un salaire ouvrier, du prix d'une récolte touché par un agriculteur, — a toujours une *double* destination : elle sert *d'un côté à payer les dépenses* au fur et à mesure qu'elles se présentent au cours de la semaine, du mois ou de l'année, — elle sert d'autre part à *conserver la valeur* du service fourni ou de la marchandise vendue *pendant le temps, souvent indéterminé, qui va s'écouler avant qu'elle soit entièrement dépensée*. Lorsqu'on parle de la fonction de circulation de la monnaie, il ne faut jamais oublier qu'elle *suppose et implique* la fonction de réserve de valeur, les deux fonctions étant aussi inséparables l'une de l'autre que l'envers et l'endroit d'une médaille. Tout

¹ En France un ancien président du Conseil a préconisé, il y a trois ans (à l'ébahissement de ses auditeurs, il faut le reconnaître), comme remède à la crise une « monnaie fondante », c'est-à-dire une monnaie dépourvue de la qualité par excellence qui fait qu'une monnaie est demandée : la fixité de sa valeur. Cette doctrine est empruntée à un Allemand du nom de Silvio Gesell qui s'est fait une certaine célébrité (et s'est constitué une petite paroisse de fidèles) en proclamant la nécessité de faire diminuer le taux d'intérêt jusqu'à zéro au moyen d'une monnaie dont la conservation serait frappée d'une taxe, et dont ainsi on aurait avantage à se débarrasser. Cette doctrine renouvelée de Proudhon a eu la fortune assez singulière de gagner un adhérent récent en la personne de M. Keynes (cf. p. 353 de son dernier livre).

changement dans l'aptitude de la monnaie à remplir la dernière fonction modifie aussitôt son aptitude à remplir les autres.

Aussi le goût des différentes classes pour la monnaie métallique est-il en relation directe avec l'intervalle qui s'écoule entre sa réception et la dépense de la monnaie. L'agriculteur, qui touche le prix de sa récolte une fois par an, attache la plus grande importance à ce que ce prix lui soit payé en monnaie métallique ou en papier convertible en monnaie métallique.

On a dit et répété depuis John Law que la valeur des métaux précieux était due en partie à leur usage comme monnaie. Cela est évident, et en cela la valeur des métaux précieux n'est pas différente de celle de tout autre objet. Toutes les fois que l'on découvre un nouvel emploi à un bien quelconque sa demande et par suite sa valeur tend à augmenter, et inversement elle diminue quand ce bien est remplacé par un autre dans tel de ses emplois. L'équivoque commence lorsqu'on prend texte de cette observation pour affirmer, comme on le fait souvent, que n'importe quel objet pourrait aussi bien servir de monnaie, et que cet emploi lui conférerait la même valeur qu'à la monnaie métallique. Il suffit pour dissiper cette équivoque de distinguer dans la monnaie sa fonction d'instrument de circulation et celle de réserve de valeur. Que n'importe quel objet puisse servir d'instrument de circulation, nul n'y contredira. Mais par contre n'importe quel objet n'est pas bon pour servir de réserve de valeur. C'est une grande erreur de croire que si on *démonétisait* l'or par exemple, il perdrait aussitôt sa fonction de réserve de valeur; il ne la perdrait que si l'on trouvait *un autre objet* pour la remplir et la remplir mieux. Si la démonétisation de l'argent lui a fait perdre de sa valeur, c'est que l'or le remplaçait dans sa fonction de réserve de valeur. Mais si aujourd'hui on démonétisait l'or, *sans lui trouver un substitut équivalent*, loin de voir l'or moins demandé on le verrait au contraire partout demandé. Le public en effet continue à considérer l'or comme un objet précieux. Pour lui faire perdre ce que certaines personnes voudraient lui persuader de considérer comme une illusion, il faudrait lui démontrer que l'or n'est ni beau, ni durable, ni inaltérable; que personne ne le demande ni ne le désire plus, et qu'en l'accumulant il n'accumule que des cendres. C'est justement ce qu'aucun dis-

cours jusqu'ici n'est encore arrivé à faire. L'idée si répandue qu'en démonétisant l'or dans certains pays, on diminuera la demande d'or dans le monde entier nous paraît reposer sur une erreur dans les circonstances actuelles du monde. Supposez que l'Angleterre ou les Etats-Unis procèdent à cette opération, on verrait peut-être pendant quelque temps les stocks d'or vendus par ces pays baisser de prix en dollar ou en sterling, mais ces prix remonteraient bientôt par la demande accrue d'or que cette baisse susciterait en d'autres pays et par l'inquiétude que la crainte d'instabilité de ces monnaies provoquerait.

Heureusement l'oubli de la mention de cette fonction essentielle n'est pas générale dans la doctrine monétaire du XIX^e siècle. Tooke avait déjà noté — nous l'avons dit plus haut — cette caractéristique de la monnaie que ses contemporains paraissaient rejeter dans l'ombre.

Mais pour la voir remise en honneur comme elle le mérite, il faut venir à ces grands rénovateurs de la théorie économique qu'ont été dans tous les domaines Jevons, Walras et Menger, — suivis un peu plus tard par les meilleurs des théoriciens récents. « Si nous consultons l'histoire, écrit dès 1875 Jevons dans *La Monnaie et le Mécanisme de l'Echange*, l'or, cette substance si généralement appréciée, semble avoir été employé en premier lieu comme une matière précieuse, propre à l'ornementation, secondement comme un moyen d'accumuler la richesse, troisièmement comme un moyen d'échange, et enfin comme une mesure de la valeur » (p. 13). Walras insiste sur le rôle d'instrument d'approvisionnement que joue la monnaie et crée la notion d'« encaisse désirée ». Enfin Menger dans son admirable article *Geld* du *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, analyse avec une rare perspicacité l'origine et les fonctions de la monnaie et montre comment les métaux précieux faisant l'objet d'une demande universelle sont devenus l'intermédiaire des échanges et l'instrument d'accumulation de la valeur¹. Marshall a repris et développé la notion d'« encaisse désirée » de Walras et a fait reposer sur elle tout l'édifice de sa théorie de

¹ Dans l'article de Menger la notion de réserve de valeur est envisagée comme une conséquence de la fonction d'intermédiaire des échanges, mais cette dernière fonction résulte elle-même de la demande universelle dont sont l'objet les métaux précieux en raison de la valeur qui leur appartient.

la valeur de la monnaie. Wicksell en fait également le pivot de sa doctrine¹.

Au cours de ces dernières années, et sous l'influence de la guerre mondiale qui a fait réapparaître le rôle essentiel de réserve joué par la monnaie métallique, un groupe plus jeune d'économistes américains, autrichiens, anglais et suédois, a tenu à rendre à cette fonction de la monnaie toute son importance. La monnaie ne se comprend que si on l'envisage non pas dans un système d'équilibre statique, mais dans un système dynamique ou, si l'on préfère, en tenant compte du temps dont l'écoulement domine la vie des sociétés et des individus. Elle joue, nous l'avons souvent dit, le rôle de pont entre le présent et l'avenir. Elle a pour fonction de parer à l'incertitude du futur.

Dans une économie « sans frictions », — (écrivait récemment un jeune économiste autrichien qui résume avec une parfaite clarté les idées de ce groupe), — où chacun pourrait prévoir avec certitude ses goûts, son revenu, les prix à venir, et par suite les échéances aussi bien que le montant de ses achats, personne ne ferait plus de réserves. On placerait tout son argent pour un temps correspondant exactement à la durée qui précède les dates prévues pour les paiements futurs, puisque, en négligeant de le faire, on perdrait l'intérêt qui peut être ainsi gagné. Tout le monde aurait un compte dans une banque centrale de compensation, et tous les paiements seraient effectués par des inscriptions correspondantes dans les livres de la banque. Les effets à court terme aussi bien que ceux à long terme constitueraient des instruments de paiement également bons, puisqu'il n'y aurait aucun risque et par conséquent aucune différence entre le taux d'intérêt à court ou à long terme dans cet état de certitude universelle. Dans un tel état de choses, il n'y aurait pas de limite à la création de crédit par la banque centrale, l'économie se développerait comme si la vitesse de circulation de la monnaie s'accélérait à l'infini, c'est-à-dire que les prix exprimés en monnaie deviendraient indéterminés, quoique les prix relatifs fussent nettement déterminés. Cette *reductio ad absurdum* démontre qu'on ne peut supposer à la fois un état de prévision certaine générale, et l'existence de monnaie; ces deux suppositions sont mutuellement incompatibles. La monnaie n'existe qu'autant que la prévision générale reste incertaine, elle est fonction du sentiment d'incertitude de l'individu, elle est un moyen de l'apaiser, elle est un bien qui répond au besoin de certitude. Puisque

¹ Tout récemment encore, dans un livre remarquable à tous égards, *Das Leben der Erwartungs- und Kreditwirtschaft* (1934), un Autrichien éminent, M. Gottfried Kunwald, écrivait : « Celui qui acquiert de la monnaie veut que celle-ci conserve entre ses mains pour un temps déterminé cette liberté souveraine d'un choix futur parmi des moyens de satisfaction possibles, cette puissance anonyme et abstraite sur les hommes qui est désirée par eux aussi instinctivement que la satisfaction de n'importe quel autre besoin... » « Celui qui acquiert de la monnaie sait qu'il la dépensera tôt ou tard, mais il ne l'acquiert pas pour la dépenser. »

un équilibre statique suppose une prévision certaine, la monnaie et l'équilibre statique sont incompatibles ¹.

Ces lignes sont extraites d'un article ² où l'auteur, après avoir en quelques pages condensé l'évolution des idées sur les fonctions de la monnaie au cours du siècle et avoir analysé ses fonctions d'une manière originale, résume les travaux les plus récents des écoles autrichienne et anglaise. Il a fallu la guerre et les phénomènes si caractéristiques de thésaurisation et de migration des monnaies pour rappeler aux économistes des idées bien anciennes, mais que cherchent à faire oublier tous ceux qui, depuis John Law jusqu'à l'école d'Ernest Solvay ³, veulent voir dans la monnaie un simple instrument de compensation comptable. Ils oublient que dans le monde réel il n'y a jamais de compensation complète, et qu'il faut trouver un instrument de règlement des soldes. Ce rôle essentiel joué par les soldes dans l'échange entre particuliers comme dans l'échange entre nations, et la nécessité de les payer en un bien universellement reconnu comme stable, les événements postérieurs à l'effondrement des monnaies depuis 1931 se sont chargés de le mettre en plein relief.

Une fois définies les fonctions de la monnaie, il faut aussitôt faire une observation sur laquelle Jevons a insisté avec une force particulière et qu'on ne mettra jamais assez en

¹ P. N. ROSENSTEIN-RODAN, *The Coordination of the General Theories of Money and Prices* (Economica, août 1936, pp. 271-272).

² On trouvera dans ce remarquable article de M. Rosenstein-Rodan la mention des principaux auteurs et des principaux ouvrages consacrés à développer cette conception de la monnaie au cours des dernières années. Mentionnons comme particulièrement intéressants les *Beiträge zur Geldtheorie* publiés par F. A. VON HAYEK en 1933 (où se trouvent un article important de J.-G. KOOPMANS, ceux de G. MYRDAL et de E. LINDBAL), les articles de KNIGHT et de HICKS et enfin ceux de M. MARGET dans le *Journal of Political Economy* où il montre le rôle de précurseur de Walras dans tous ces problèmes. On trouvera aussi une bibliographie des ouvrages de cette école et un exposé de certaines de ses doctrines dans un article de la *Revue d'Economie politique* de juillet-août 1937, intitulé *Essais sur la monnaie neutre* par Pierre RAYNAUD.

³ Nous n'insisterons pas sur les idées de cette école, qui reposent entièrement sur la méconnaissance de la différence entre les instruments de crédit et la monnaie et sur une philosophie simpliste de l'histoire, d'après laquelle les facilités de paiement, fournies par les instruments de crédit, démontreraient l'inutilité grandissante de la monnaie métallique et sa disparition finale, même comme étalon des valeurs. Je renvoie pour l'exposé de ces idées en particulier à un livre de Guillaume DE GREEF, représentant très qualifié de l'école, écrit à propos du renouvellement du privilège de la Banque nationale de Belgique, et intitulé *Le Crédit commercial et la Banque nationale de Belgique*, Bruxelles, 1899.

relief — car son oubli est à la source de beaucoup des erreurs monétaires : c'est la *dispersion de ces fonctions sur des instruments différents*.

De nos jours — et surtout depuis la guerre mondiale — l'instrument de circulation (là où la Banque d'émission remplit son obligation de conversion) est le billet de banque ou le chèque; mais l'étalon des valeurs est l'or dans lequel ils sont l'un et l'autre convertibles, et qui séjourne sous forme de lingots dans les caves des banques d'émission, de sorte qu'en réalité c'est de l'or qui circule, mais par l'entremise du papier. Pendant la période de l'inflation et du papier-monnaie (surtout entre 1920 et 1926) nous avons vu en France les baux et les contrats à long terme se stipuler de plus en plus, non pas en francs-papier (dont la valeur fluctuait trop vite), mais en marchandises, par exemple en blé. L'instrument de paiement était bien le franc-papier; mais le rôle d'étalon des valeurs (le libellé des contrats en or étant prohibé par une jurisprudence des plus critiquables, mais traditionnelle) avait passé du papier-monnaie aux marchandises. Ces phénomènes significatifs, Jevons les avait signalés déjà :

Sous le règne de la reine Elizabeth, écrivait-il en 1875, l'argent était la mesure commune de la valeur; l'or s'employait pour les paiements importants au taux variable, résultant du rapport de sa valeur avec celle de l'argent; tandis que le blé avait été fixé par l'Acte 18 d'Elizabeth, C. VI (1576), comme étalon dans le paiement des loyers de certaines terres appartenant à des collèges ¹.

Et il tirait aussitôt la conclusion de ces observations :

Le lecteur devra, disait-il, et c'est un point de la plus haute importance, distinguer soigneusement et constamment l'une de l'autre les quatre fonctions que la monnaie remplit, du moins dans les sociétés modernes. Nous sommes tellement accoutumés à demander à une seule et même substance ces quatre services différents, qu'ils tendent à se confondre ensemble dans notre pensée. Nous en venons à regarder comme presque nécessaire cette réunion de fonctions, qui n'est tout au plus qu'une affaire de commodité, et qui peut n'être pas toujours un avantage. Nous pourrions certainement employer une certaine matière comme moyen d'échange, une seconde comme mesure de valeur, une troisième comme étalon de valeurs, et une quatrième comme réserve de valeur... Un des principaux objets que nous devons nous proposer dans ce livre, continue-t-il, sera de considérer les différentes matières qui ont joué le rôle de monnaie, qui ont été ou peuvent être proposées pour cet usage. Nous

¹ Stanley JEVONS, *La Monnaie et le Mécanisme de l'Echange*, p. 14.

devrons essayer de découvrir, si la chose est possible, quelque matière qui réunisse au plus haut degré tous les caractères qu'exigent les différentes fonctions de la monnaie, mais nous ne devons pas oublier que ces fonctions peuvent fort bien être réparties entre différentes matières ¹.

Cette dispersion des différentes fonctions de la monnaie entre des instruments différents a un grand intérêt sociologique. Elle a été étudiée en détail par Menger dans son article *Geld*. Elle a toujours existé sous tous les régimes monétaires, et l'on pourrait baser sur elle une classification de ces systèmes, si une telle classification présentait vraiment de l'intérêt. Elle constitue d'ailleurs une source permanente de fausses interprétations pour les esprits superficiels, qui sont tentés de qualifier monnaie tel objet ne remplissant que l'une des fonctions de celle-ci et d'en tirer des conclusions hâtives sur la nature même de la monnaie. La séparation entre les instruments de circulation, d'une part, et la monnaie étalon, de l'autre, ne devient inquiétante que lorsque la dénomination de l'unité employée pour établir les contrats n'est plus la même que celle de l'unité qui sert d'instrument de circulation.

Jusqu'ici nous nous en sommes tenu aux écrivains qui n'ont jamais mis en doute que la monnaie doive être constituée par un bien désiré pour lui-même et tirant une valeur propre de cette demande.

Mais voici qu'à la fin du XIX^e siècle, on s'avise qu'une bonne « définition » de la monnaie doit comprendre non seulement les monnaies métalliques mais aussi le papier-monnaie à cours forcé. C'est la position prise en particulier par Knapp.

La plupart des économistes avant lui s'étaient refusés à mettre « dans le même panier » le papier-monnaie et la monnaie métallique. Pareto (plus moraliste qu'il ne voulait l'avouer) les opposait sous les noms de « vraie » et de « fausse » monnaie. D'autres, comme Cassel, distinguent la monnaie « libre » (papier-monnaie) et la monnaie « liée » à une marchandise (*freie und gebundene Währung*). Knapp conteste que ces distinctions soient admissibles. Une bonne définition de la monnaie doit, déclare-t-il, englober toutes les monnaies, y compris le papier-monnaie.

Cette importance donnée à la définition de la monnaie

¹ Stanley JEVONS, *La Monnaie et le Mécanisme de l'Echange*, pp. 14 et 15.

caractérise l'esprit juridique de Knapp, mais fait moins honneur à son esprit scientifique, car une définition n'est jamais intéressante par elle-même, mais uniquement par les services qu'elle rend à la recherche. Jevons, logicien lui-même, a dit avec son bon sens et sa simplicité ordinaires :

On a dépensé une somme d'esprit considérable en tentatives pour définir le terme de *monnaie*, et il est né des discussions très graves sur les différentes catégories de *titres de crédit* qui doivent être englobés sous ce terme... Il me semble que dans tous ces essais de définition il y a une erreur de logique; elle consiste à supposer que nous pouvons, en fixant la signification d'un seul mot, éviter toutes les différences et toute la complexité d'une foule de choses dont chacune exigerait une définition particulière. Les lingots, les pièces à valeur pleine, les jetons, les billets convertibles et non convertibles, à cours forcé et sans cours forcé, les diverses variétés de chèques, les effets de commerce, les bons du Trésor, les certificats de rente, etc., sont autant de choses qui peuvent être reçues en paiement d'une dette, si le débiteur consent à les fournir, et le créancier à les recevoir; mais ce sont néanmoins des choses très différentes. En donnant aux unes et en refusant aux autres le nom de monnaie, nous n'éviterons pas la nécessité d'en étudier les nombreuses différences légales et économiques ¹.

Ce qui importe en effet à l'économiste, ce n'est pas tant d'arriver à une bonne définition de la monnaie que de connaître et de comprendre les « phénomènes monétaires »²; c'est-à-dire la manière dont se comportent dans différentes circonstances les divers instruments si variés et si nombreux que la réalité offre à notre observation et que l'on qualifie de monnaie. La connaissance de ces phénomènes est bien plus importante pour l'organisation d'un système monétaire qu'une définition, si générale soit-elle, de « la » monnaie.

Remarquons d'ailleurs qu'une définition de cette sorte, étant donné la variété des monnaies existantes, sera nécessairement si générale, elle devra nécessairement écarter tant de caractéristiques des monnaies réelles, qu'elle ne présentera plus guère d'intérêt. Donner une définition générale des « êtres vivants », c'est abstraire de la multiplicité de leurs caractères les quelques traits fondamentaux communs à la fois au protozoaire, à l'éléphant et à l'homme. De même donner une définition qui puisse convenir à toutes les monnaies — au souverain

¹ Stanley Jevons, *La Monnaie et le Mécanisme de l'Echange*, pp. 203-204.

² C'est le titre que M. Rueff a donné à sa remarquable *Théorie des Phénomènes monétaires*, Paris, 1927.

anglais, à la livre sterling inconvertible d'aujourd'hui, au mark également inconvertible, à la pièce de cinq francs en argent dans l'ancien système bimétalliste, etc., etc., c'est s'obliger à rester dans des généralités telles qu'elles finissent par perdre tout intérêt. La définition de la *monnaie en général* est du même ordre qu'une définition de l'Etat qui voudrait embrasser dans sa généralité l'Empire britannique, l'Etat abyssin, l'Albanie et le Honduras.

Bien plus, une définition aussi générale doit aboutir nécessairement à faire considérer comme le *type monétaire par excellence* la seule monnaie de papier. Et c'est bien ce qui est arrivé à Knapp. En effet, à partir du moment où l'on nomme monnaie tout papier qui circule, la définition de la monnaie, pour être tout à fait générale, ne doit nécessairement plus comprendre que les monnaies *les plus pauvres en caractères et qualités* et elle doit en particulier exclure les caractères propres à la monnaie métallique et que le papier-monnaie ne possède pas. Une définition de l'Etat qui veut être assez large pour comprendre l'Etat Hottentot et les Etats-Unis d'Amérique doit se limiter pratiquement aux seuls caractères communs à l'Etat Hottentot et aux Etats-Unis, c'est-à-dire aux seuls caractères possédés par l'Etat Hottentot. Tous les autres apparaissent comme des « anomalies » ou des « compléments » apportés à « l'essence » de l'Etat, laquelle est exclusivement déterminée par les caractéristiques de l'Etat Hottentot. De même, la monnaie métallique (qui historiquement a occupé à peu près tout le domaine monétaire, et qui, aujourd'hui encore, est l'étalon reconnu de tous les Etats de quelque importance) n'apparaît plus à M. Knapp que comme une variété d'une espèce beaucoup plus large dont le papier-monnaie est le prototype.

La méthode de M. Hawtrey n'est guère différente sous ce rapport de celle de Knapp. Ayant défini la monnaie l'« instrument de paiement des dettes », il montre qu'une monnaie de papier ou des virements en banque remplissent admirablement le rôle de monnaie. Il en est de même de Cassel. Par contre, quand on arrive à la fonction de réserve de valeur, ces auteurs sont bien obligés de reconnaître que les monnaies scripturales

à elles seules ne suffisent pas à la remplir sans un appui venu d'ailleurs.

Il se dissimule cependant sous cette controverse un conflit d'opinion plus grave et très instructif.

En exigeant que l'on considère le papier-monnaie comme une monnaie, en protestant contre son exclusion systématique de la théorie monétaire, Knapp et ses imitateurs veulent souligner qu'en fait certains papiers-monnaies circulent, remplissent les fonctions monétaires et que des pays comme par exemple la Russie et l'Autriche dans le dernier tiers du xix^e siècle ne peuvent être considérés comme privés de monnaie, sous prétexte qu'ils sont au régime du papier-monnaie à cours forcé. Knapp appelle « métallistes » les théoriciens aux yeux de qui toute monnaie par définition exige un support métallique et qui n'arrivent pas à expliquer d'une manière satisfaisante des expériences telles que celles de l'Autriche-Hongrie après 1875, où l'on vit le florin-papier, originairement rattaché à l'argent, valoir plus par rapport aux monnaies d'or que le poids d'argent contenu dans le florin métallique.

En réalité, « antimétallistes » à la manière de Knapp et « métallistes » commettent la même erreur : celle de *dénier au papier-monnaie l'aptitude à former une réserve de valeur*. Les antimétallistes (Knapp en particulier) ne voient dans la monnaie qu'un instrument de circulation et négligent entièrement sa fonction de réserve de valeur. Ils ont beau jeu pour déclarer que le papier est un aussi bon instrument de circulation que la monnaie métallique, ce que personne n'a jamais contesté. Les « métallistes », considérant la fonction de réserve de valeur comme essentielle, refusent de reconnaître le papier-monnaie comme une « vraie » monnaie, puisque pensent-ils il est incapable de la remplir.

La vérité est que le papier *peut* remplir cette fonction et la remplit en fait souvent. Qu'il la remplisse bien ou mal, ceci est une autre question. Qu'il la remplisse très mal, c'est notre conviction. Mais il la remplit. Qu'est-ce en effet qu'un papier-monnaie? C'est un titre juridique, puisqu'il tire de la loi toutes ses propriétés. Il est, si l'on veut, une créance, mais une créance d'une nature spéciale. La valeur économique d'une créance est en effet déterminée par celle de l'objet auquel elle

donne droit. Ce qui caractérise le papier-monnaie, c'est que ni l'objet auquel il donne droit, ni la date à laquelle cet objet sera obtenu ne sont déterminés. Le papier-monnaie est un simple « bon » qui peut être transformé soit en marchandises ou en services pour un montant dépendant de son pouvoir d'achat variable, soit (si l'on espère qu'il redeviendra convertible à un taux quelconque) en une quantité indéterminée de monnaie métallique, soit enfin en lettres de change, dont le cours varie sans limite, sur les pays étrangers. Le seul droit précis qui lui soit attaché est celui d'acquitter des dettes. Il résulte de là que le pouvoir d'achat du papier-monnaie étant très variable, sa valeur varie avec l'idée que se font ceux qui le reçoivent de la nature et de la quantité des objets en lesquels le papier-monnaie se transformera. Sa capacité de servir de « réserve de valeur » est dominée par cette incertitude. Cette capacité existe donc, seulement elle est précaire. Ainsi les antimétallistes se trompent en niant qu'une des fonctions de la monnaie consiste en réserve de valeur et en affirmant que le papier-monnaie est la monnaie par excellence. Et les « métallistes » se trompent aussi en croyant que le papier-monnaie ne peut remplir cette fonction. Ce qui est vrai, c'est qu'il la remplit très mal, et c'est là que la différence avec la monnaie métallique devient éclatante.

§ 2. — Théories relatives à la valeur de la monnaie

Quand il s'agit de formuler une théorie générale de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire des variations de son pouvoir d'achat — (et quelles que puissent être par ailleurs les opinions des divers écrivains sur l'interprétation des mouvements *réels* des prix) — la plupart des théoriciens, à la fin du ^{xix}^e siècle, sont ramenés inévitablement à des formules qui font dépendre dans une large mesure la valeur de la monnaie de l'offre de celle-ci. C'est à cette conception que l'on est convenu de donner le nom de théorie « quantitative ». Knut Wicksell, l'un des esprits les plus vigoureux qui se soient attaqués à ce problème, va jusqu'à dire :

« La seule théorie spécifique des changements de la valeur

de la monnaie qui ait jamais été construite et probablement aussi la seule qui puisse prétendre à un véritable caractère scientifique est la théorie dite quantitative. Elle déclare que la valeur ou le pouvoir d'achat de la monnaie varie en raison inverse de sa quantité, de sorte qu'une augmentation ou une diminution de la masse monétaire, les autres circonstances restant les mêmes, amènent une diminution ou une augmentation proportionnelles du pouvoir d'achat de la monnaie à l'égard des marchandises, en d'autres termes une élévation ou une diminution correspondantes de tous les prix des marchandises. Toutes les autres théories — qui d'ailleurs ne sont pas nombreuses — n'ont pas d'autre objet que de généraliser les théorèmes de la théorie générale de la valeur de manière à les appliquer également à la monnaie; de sorte que même si elles étaient vraies on ne pourrait pas les considérer comme spécifiques ¹ »

Cependant l'on n'en reste pas là. Une intéressante évolution des idées caractérise le début du xx^e siècle — celle qui tend à insister de plus en plus sur le rôle joué par la « demande » de monnaie dans la fixation de la valeur de celle-ci. On s'aperçoit en effet que la notion de rapidité de circulation n'est que l'inverse de celle de demande monétaire, et que cette dernière notion est infiniment plus significative. C'est cette évolution des idées — ou si l'on préfère des formules — qui nous paraît la plus intéressante à relever pour l'historien.

A. *L'offre de monnaie*. — Dans la doctrine de Ricardo et de Thornton, l'offre de monnaie est représentée par la quantité de monnaie effective qui s'offre dans un temps donné sur l'ensemble des marchés. Elle est constituée par le nombre des espèces existantes, multiplié par leur rapidité de circulation. Une pièce de monnaie s'offrant dix fois au cours de l'année sur les différents marchés correspond à une offre de dix pièces de monnaie.

En face de cette offre de monnaie, la demande est constituée par la masse des transactions à effectuer dans un temps donné, c'est-à-dire par le total des ventes de produits ou de services d'où le vendeur désire retirer un prix en monnaie.

¹ WICKSELL, *Vorlesungen*, t. II, p. 160.

Le niveau des prix, ou plus exactement la moyenne des prix effectivement payés, sera donc proportionnelle à la quantité de monnaie métallique, multipliée par la vitesse de circulation et divisée par la quantité des transactions, soit :

$P = \frac{MV}{Q}$, où P représente la moyenne de tous les prix effectifs dans la période envisagée.

Ce théorème est l'expression d'un simple truisme¹ — puisque de toute évidence le prix moyen des transactions multiplié par le nombre de celles-ci ne peut pas ne pas être égal à la quantité de monnaie qui règle ces transactions — c'est-à-dire au stock monétaire multiplié par sa rapidité de circulation.

Ce théorème est resté pratiquement inchangé jusqu'au moment où Irving Fisher en a donné une formule un peu plus détaillée (qu'il déclare lui-même avoir empruntée à Newcomb, mais qui se trouve en fait déjà chez Walras²) en s'efforçant d'abord de définir plus précisément la notion de vitesse de circulation et ensuite d'énumérer les éléments qui font varier celle-ci. On peut dire sans exagération que depuis l'analyse pénétrante faite par Thornton de la « vitesse » différente des différents instruments de paiement, Fisher est le premier économiste qui ait tenté une étude complète de ce sujet.

Fisher complète d'abord la formule ci-dessus en introduisant un facteur nouveau : la vitesse de circulation non seulement de la monnaie métallique et des billets de banque (qu'il considère comme une monnaie) mais des comptes courants utilisables par chèques. Dans la conception du crédit bancaire que nous avons développée au début de ce livre, les chèques et les billets — dans la mesure où ils ne sont pas couverts par des espèces — sont simplement la représentation sous forme de crédits circulants de la monnaie métallique remise en circulation par les opérations des banques; leur propre vitesse de circulation doit donc s'ajouter à celle de la monnaie originare pour mesurer l'effet de celle-ci sur les prix. La formule

¹ C'est ce qu'a parfaitement observé M. RUEFF dans sa *Théorie des Phénomènes monétaires*.

² Cf. sur cette ascendance les articles récents de M. MARGET dans le *Journal of Political Economy* de 1933 et 1934.

de Fisher $P = \frac{MV + M' V'}{Q}$ est donc en parfait accord avec la conception qui voit dans le crédit bancaire un simple moyen de faire circuler la monnaie.

Mais Fisher va plus loin. D'abord, il donne une définition précise de la vitesse de circulation : c'est le nombre de fois qu'une pièce de monnaie ou un billet de banque change de mains dans un temps donné, ou, s'il s'agit d'inscriptions en compte courant, le nombre d'entrées et de sorties de ce compte.

Ensuite — et ceci est plus important — Fisher s'est demandé quelles influences s'exerçaient sur les divers éléments composant la formule, pour les modifier.

Voici en résumé les constatations auxquelles il arrive :

1° Il y a, entre M' et M , un rapport relativement constant. En d'autres termes, le montant des crédits faits par les banques pour une encaisse déterminée, et par conséquent l'accroissement des dépôts résultant des opérations de crédit ne se modifie que lentement. Toute augmentation de monnaie métallique augmente donc automatiquement le chiffre des dépôts et de la circulation par chèques d'un montant correspondant au rapport relativement fixe que la coutume a établi entre M' et M . C'est là tout au moins ce que l'on constate quand on compare deux époques séparées par un certain intervalle de temps.

2° Par contre si nous nous plaçons dans l'hypothèse d'une période de transition, par exemple dans celle d'une hausse des prix déclenchée par une augmentation de monnaie métallique, nous verrons augmenter non seulement le montant des crédits faits par les banques, mais aussi les vitesses de circulation aussi bien de la monnaie M que des dépôts bancaires M' . En d'autres termes — (et cette constatation est vérifiée, nous l'avons vu, par de très nombreuses expériences) — l'augmentation de monnaie entraînant hausse de prix, *loin d'être compensée par un ralentissement du crédit ou de la rapidité de circulation, est au contraire renforcée par ces deux éléments.*

Le phénomène inverse se produit quand pour une raison ou pour une autre les prix baissent.

Le chapitre où Fisher expose les réactions réciproques des

facteurs en jeu dans une période de transition peut aider à expliquer aussi bien ce qui se passe pendant une période cyclique d'essor et de dépression que ce qui se passe pendant une période d'accroissement ou de diminution de production métallique.

Si nous supposons terminée la période de transition, et installée une nouvelle période d'équilibre, le résultat final de l'afflux de monnaie (le montant total des transactions étant supposé le même), sera un niveau plus élevé des prix, dû évidemment à l'augmentation de monnaie, puisque le rapport entre monnaie et crédit n'aura que peu changé;

3° Si le crédit ou les méthodes de paiement par chèques se développent dans un pays — si M' croît par rapport à M — le résultat sera également une certaine hausse des prix dans le pays où ce progrès s'accomplit. Ici la hausse sera due non à l'afflux monétaire mais au changement dans les méthodes bancaires. Cette hausse aura pour effet de provoquer l'exportation d'une certaine portion des réserves métalliques et par suite de faire monter légèrement le niveau international des prix. « En tout cas, l'effet sur les prix, étant réparti sur le monde entier, sera très faible » ¹. Observation très intéressante qui ramène à leur juste mesure les effets exagérés attribués par les économistes de la période précédente au crédit comme instrument de modification du niveau des prix. Elle fournit à notre avis la seule formule permettant de représenter l'action durable du crédit sur le niveau international des prix. Il est clair que cette action est non seulement faible, mais aussi très lente;

4° Les changements dans la rapidité de circulation de la monnaie produiront des résultats identiques à ceux de l'augmentation du crédit. Eux aussi sont extrêmement lents, et surtout, sont également fonction, dans la période transitoire, de l'augmentation de la monnaie;

5° Enfin l'augmentation du « volume des échanges » doit avoir pour conséquence *d'attirer* de la monnaie dans le pays. Car une telle augmentation doit entraîner une baisse des prix, et aspirer par conséquent la monnaie de l'étranger. Mais elle doit en même temps provoquer une augmentation de la vitesse

¹ FISHER, *Purchasing Power*, p. 163.

de circulation et les deux influences pourront en fait se compenser.

Ces quelques constatations d'I. Fisher constituent dans leur généralité ce que l'économie politique offre jusqu'ici de plus précis sur les relations entre les prix, la quantité de monnaie et la rapidité de circulation de celle-ci. On peut critiquer la distinction qu'il établit entre les périodes de transition et les autres — car quelle période n'est pas une période de transition? et quand pouvons-nous considérer que nous sommes dans une période d'équilibre? Mais elles résument des faits que l'expérience a vérifiés dans un grand nombre de cas, et qui rendent une part prépondérante d'influence à la production des métaux précieux.

La formule qu'Irving Fisher a donnée à la théorie quantitative se rattache ainsi directement à la tradition du XVIII^e siècle.

Une formule un peu différente en a été donnée par les écrivains — tels que Hawtrey et Aftalion — qui prennent pour point de départ de leurs investigations sur les prix, la notion de revenu consommable. Leurs formules se rattachent à celle trop oubliée de Tooke que nous avons exposée au chapitre V. Elles s'éloignent plus en apparence qu'en réalité de celle d'I. Fisher.

Pour M. Hawtrey, l'influence qui modifie à chaque instant le niveau des prix, ou si l'on préfère le pouvoir d'achat de la monnaie, c'est le revenu net dépensé ou, comme il dit, « la dépense de consommation », laquelle constitue à chaque instant la « demande » des produits. Le montant de cette dépense de consommation est déterminé par les salaires, intérêts, rentes, profits perçus à chaque instant par l'ensemble des individus et remis par eux en circulation. Il y faut comprendre, bien entendu, les dépenses d'épargne, l'épargne n'étant qu'une direction spéciale donnée à la dépense. L'ensemble de ces dépenses forme à chaque instant « la cause immédiate qui fixe le niveau des prix ». La formule de la théorie quantitative devient alors la suivante : « Le niveau des prix varie en raison directe des dépenses de consommation et en raison inverse de la quantité de marchandises (y compris les biens de production) achetées par les consommateurs dans l'unité de temps. »

Cette formule se lie en réalité très étroitement à la formule quantitative de Fisher, car, nous dit Hawtrey, « les dépenses de consommation sont directement proportionnelles à la fois à la *marge disponible*¹ et à la vitesse de circulation de la monnaie. Par conséquent, le niveau des prix varie en raison directe de la marge disponible et de la vitesse de la monnaie et en raison inverse de la quantité de marchandises achetées par le consommateur ».

M. Hawtrey ajoute, et ce passage fournit la clé de beaucoup des remarques les plus intéressantes de son livre :

La théorie quantitative présentée sous cette forme emploie un nombre-indice parfaitement défini, pondéré selon l'importance des quantités consommées. Notre formule prend pour base la richesse *consommée* et non la richesse *produite*. Une augmentation des dépenses de consommation peut, pour un temps, ne donner lieu qu'à un écoulement des stocks sans amener de hausse des prix. Et une diminution de ces dépenses peut n'entraîner, au début, qu'une accumulation de stocks sans baisse de prix. Quand une tendance à la baisse ou à la hausse des prix se trouve ainsi masquée par une consommation qui dépasse ou n'attend pas la production, on peut dire qu'il y a hausse virtuelle ou baisse virtuelle des prix, dépréciation virtuelle ou appréciation virtuelle de l'unité monétaire².

Que l'on accepte la théorie quantitative sous l'une ou l'autre de ces formes, il faut bien reconnaître que l'application des formules ainsi obtenues à la prévision des niveaux de prix, ou même à leur explication dans le passé, reste singulièrement difficile. A cet égard tout a été dit et des controverses ardentes se sont élevées à l'occasion de la « mesurabilité » de chacun des éléments de la formule de Fisher³.

Bornons-nous ici à relever quelques-unes de ces difficultés qu'il ne faut pas espérer voir disparaître de sitôt, si l'on ne se met pas résolument à organiser internationalement des constatations statistiques précises sur chacun des éléments entrant ici en jeu⁴.

¹ La « marge disponible » c'est l'ensemble des unités monétaires (monnaie métalliques en circulation, billets, dépôts bancaires) pouvant être dépensées à chaque instant. C'est en réalité $M + M'$, quoique la formule de M. Hawtrey, à la p. 62 de son livre *La Circulation monétaire et le Crédit*, semble un peu différente au premier abord.

² R. G. HAWTREY, *La Circulation monétaire et le Crédit*, p. 84.

Je renvoie pour la discussion de ces méthodes et l'exposé de ces controverses à l'ouvrage récent et excellent de M. Valentin WAGNER, de Bâle, cité plus haut.

Une tentative intéressante vient d'être faite dans cet ordre d'idées par M. James ANGELL, dans un ouvrage paru tout récemment sous le titre *The Behavior of Money*, New York, 1936.

Déjà la quantité de monnaie est difficile à préciser. Sans doute quand il s'agit de papier-monnaie elle est généralement connue, seulement le papier-monnaie n'est jamais qu'une monnaie nationale, et quoique personne ne songe à nier son action sur les prix, la mesure de cette action reste toujours singulièrement aléatoire puisqu'elle est influencée par les changes internationaux. Par contre lorsqu'il s'agit de monnaie métallique, la quantité même en est toujours discutable; il faut tenir compte d'une part de la monnaie thésaurisée, d'autre part de la répartition inconnue du métal entre son usage monétaire et son usage industriel, ce dernier représentant une proportion décroissante. Fullarton avait insisté il y a cent ans sur l'élasticité que les « hoards » donnent à la circulation monétaire. La guerre mondiale et ses suites ont montré que les « hoards » n'avaient rien perdu de leur attrait pour beaucoup de personnes. On est donc amené à simplifier le problème en se bornant à mesurer l'accroissement de la production mondiale de l'or, et c'est ce qu'ont fait la plupart des auteurs — tels que M. Cassel par exemple — qui ont traité ce sujet.

En admettant que cette simplification soit légitime (et nous l'admettons pour notre compte), il reste à calculer les trois autres données de la formule de Fisher : la vitesse de circulation de la monnaie métallique, le montant et la vitesse de circulation du crédit circulant, et le chiffre des transactions. Quelles que soient les incertitudes présentées par le calcul des autres données, celles qui entourent le montant des transactions les dépassent toutes, et tant qu'elles n'auront pas été dissipées (les beaux travaux de M. Snyder lui-même n'y ont pas complètement réussi) la vérification de la formule de Fisher et son emploi pour prévoir l'avenir resteront singulièrement précaires.

La formule se ramène dans ces conditions à un résumé commode des principaux éléments qui entrent en jeu dans l'établissement du niveau des prix, mais n'est guère plus.

La formule de M. Hawtrey, en prenant pour point de départ la dépense du revenu net (et en laissant de côté toutes les transactions intermédiaires et tous les échanges qui ne sont que des transactions de capital), a des avantages certains, au point de vue de l'explication des phénomènes de prix, mais

sa vérification statistique n'est guère que d'un degré moins malaisée que celle de Fisher.

A l'heure qu'il est, seules quelques conclusions très générales — à vrai dire extrêmement importantes — émergent de ces discussions :

1° L'action de l'afflux des métaux précieux sur les prix est incontestable. Il y a entre l'accélération ou le ralentissement de la production de ces métaux et les fluctuations de longue durée des prix des coïncidences qui ne sauraient être dues au hasard. Nous l'avons montré à la suite de M. Cassel et de M. Wicksell dans un précédent chapitre ¹;

2° Cette action est infiniment plus puissante que celle des instruments de crédit pour plusieurs raisons : d'abord parce qu'il semble y avoir une certaine constance dans le rapport entre le montant des crédits circulants et celui de la monnaie métallique; en second lieu, et surtout, parce que la rapidité de circulation de la monnaie et l'ampleur du crédit semblent, d'après toutes les observations statistiques faites jusqu'ici, varier *dans le même sens que la quantité* de monnaie et non pas en sens inverse. Les périodes de grande production de monnaie sont celles où la rapidité de circulation s'accroît et inversement. De sorte que généralement, le facteur monétaire peut être considéré comme prépondérant ². La soi-disant compensation entre l'accroissement ou la diminution de la quantité de monnaie et celle de la rapidité de circulation, telle que Ricardo la concevait et telle que certains économistes la conçoivent encore aujourd'hui, est une illusion;

3° Enfin, si l'on veut prévoir ou expliquer les mouvements des prix, il semble qu'un élément plus aisément saisissable statistiquement que la vitesse de circulation consiste dans les variations du revenu net. C'est à travers l'accroissement ou la réduction de ce revenu que les facteurs monétaires agissent en grande partie. Or les chiffres des revenus, dans certains pays

¹ Récemment M. Hawtrey, parlant des calculs de M. Cassel, disait : « Tout ce que nous savons c'est qu'il y a une correspondance relative entre le niveau des prix et la production de l'or. Tout ce que cela prouve est que les forces autres que la production d'or sont à peu près compensées. » Cité dans *The Future of Monetary Policy*, Londres, 1935, p. 197.

² M. Benjamin ANDERSON, dans son livre récemment réédité, *The Value of Money* (1936), fait la même constatation.

tout au moins, sont relativement faciles à calculer, en tout cas plus faciles à calculer que la vitesse de circulation de la monnaie¹.

B. *La demande de la monnaie*. — Les théories que nous venons de rappeler, si ingénieuses soient-elles, ont un trait commun. Se plaçant en principe dans le cadre de la loi de l'offre et de la demande pour expliquer la valeur de la monnaie, elles laissent pratiquement de côté l'élément « demande », qu'elles se bornent à représenter par la notion globale du montant des transactions à effectuer. Après quoi elles ne se préoccupent plus guère que de l'élément « offre », représenté à la fois par la « quantité » et par la « rapidité de circulation » de la monnaie. Si bien que la théorie de la valeur de la monnaie, au lieu de s'insérer normalement dans la théorie générale des prix des marchandises — où l'élément demande joue un si grand rôle — semble constituer une théorie à part et en quelque sorte « hors cadre ».

Cette observation a été faite bien souvent. L'effort probablement le plus intéressant pour en tenir compte est venu des écrivains qui ont sinon introduit dans la doctrine la notion de « demande » monétaire (car l'expression demande de monnaie est très ancienne dans le vocabulaire économique), au moins insisté davantage sur son importance.

Lorsque l'on vend un produit ou un service en échange de monnaie, en d'autres termes lorsqu'on « demande » de la monnaie, sur le marché, on le fait pour deux raisons² :

1° Pour obtenir un « pouvoir général » d'acquisition — la monnaie — à la place du pouvoir spécial et limité d'acquisition que constituent soit une marchandise déterminée, soit

¹ Les constatations et les recherches faites par M. Rueff, dans son livre intitulé *Théorie des Phénomènes monétaires*, nous paraissent confirmer les conclusions ci-dessus.

² Certains auteurs ne distinguent pas la « demande » de monnaie qui se fait sous forme d'emprunt, et la demande de monnaie en vue d'acquisition définitive. C'est une des innombrables confusions auxquelles donnent lieu les expressions employées par les praticiens du marché monétaire. Il ne viendrait à personne l'idée d'introduire dans l'étude de la demande des marchandises, la demande de marchandises pour les louer. Pourquoi procéderait-on autrement pour la demande de monnaie ? L'offre de monnaie destinée à être prêtée et l'afflux de monnaie destinée à être échangée contre des marchandises ou des produits sont deux choses toutes différentes. Nous avons déjà noté cette confusion si bien discernée par les économistes du XVIII^e siècle et oubliée au XIX^e.

des services précis. On demande alors la monnaie en vue soit de la dépenser ultérieurement, soit d'acquitter une dette antérieure;

2° Pour conserver sous forme monétaire la *valeur* des produits ou des services que l'on a vendus pendant un temps limité ou même illimité (s'il s'agit de parer aux éventualités non seulement connues mais encore inconnues de l'avenir).

En d'autres termes, ce sont les qualités spéciales du « bien » monnaie, telles que nous les avons décrites plus haut — celle d'intermédiaire des échanges et celle de réserve de valeur — qui provoquent l'échange des marchandises ou des services contre la monnaie. Le plus souvent les deux qualités, comme nous l'avons déjà dit, sont prises à *la fois* en considération.

L'une et l'autre demandes ont pour effet de faire hausser la valeur de la monnaie, puisque toute offre de marchandises ou de services a une tendance à faire baisser les prix sur le marché où cette offre a lieu.

Seulement, l'effet n'est pas également durable. Dans le cas où la monnaie est remise aussitôt sur le marché (c'est-à-dire est offerte à nouveau) ¹, cette offre exerce alors une pression à la hausse des prix qui compense la baisse précédente. Au contraire, quand elle est conservée pour n'être remise en circulation que plus tard (ou même pas du tout), cette mise en réserve de la monnaie retarde alors pendant un temps plus ou moins long la pression à la hausse qui autrement aurait compensé l'effet de baisse exercé par la vente initiale de produits et de services.

Cette observation conduit à la conclusion suivante : ce qu'on appelle vitesse de circulation de la monnaie dépend en réalité du temps pendant lequel chacun entend *garder par devers lui* la monnaie obtenue en échange des biens et des services fournis ou encore la monnaie reçue en acquittement des dettes. Le nombre des transactions que chacun effectuera

¹ Dans le cas où la demande de la monnaie par vente de marchandises a eu lieu pour acquitter une dette, la remise en circulation dépend non plus de celui qui a vendu la marchandise, mais du créancier auquel il a remis le prix. Dans les périodes de dépression le ralentissement de circulation de la monnaie vient en grande partie de ce que les créanciers ne remettent plus la monnaie reçue en circulation. C'est le cas en particulier pour les banques.

avec un revenu donné n'est pas dans sa totalité fixé *ne varietur*. C'est une donnée variable, qui dépend de la quantité de monnaie que chacun entend garder comme « instrument de conservation » de la valeur. La vitesse de circulation croîtra ou diminuera en raison inverse de la *demande de monnaie*, si l'on entend par là la monnaie demandée en vue d'être conservée. La notion de vitesse de circulation est donc, comme Wicksell croyons-nous l'a noté le premier, l'inverse de la notion de demande monétaire.

Tant que la valeur de la monnaie par rapport aux marchandises reste relativement stable, la préférence des particuliers pour l'une ou pour l'autre ne se manifeste pas. La demande de la monnaie en vue d'être conservée et par suite la vitesse de circulation est réglée par la coutume et par l'activité des transactions. Mais dès que la valeur de la monnaie devient mouvante, le choix des particuliers entre la conservation de la monnaie ou des marchandises s'exerce et les mouvements des prix sont renforcés par les variations de la demande monétaire. L'opération économique essentielle par laquelle un particulier ou une entreprise répartit la dépense de son revenu *dans le temps* devient infiniment plus difficile dès que la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie cesse d'être assurée. En période de hausse générale des prix, la tendance du public est de ne pas garder la monnaie et d'acheter des marchandises parce que la marchandise hausse de valeur. La vitesse de circulation de la monnaie augmente parce que la demande de monnaie en vue de la conserver est plus faible. Inversement, en période de baisse générale des prix, la thésaurisation devient générale, dès que la monnaie apparaît comme un meilleur conservateur de valeur que les biens. Les deux phénomènes extrêmes sont ici le phénomène de fuite devant la monnaie telle qu'on l'a vu se produire à certaines époques d'inflation rapide, et de l'autre la thésaurisation généralisée, telle qu'on la constate pendant les dépressions de longue durée. Entre ces deux extrêmes toutes sortes de positions intermédiaires sont possibles. Ce qui est vrai du marché général est vrai des marchés particuliers. Si le prix d'une marchandise augmente — par exemple, le prix du blé — les propriétaires de blé le gardent. S'il baisse, ils se hâtent de le vendre au

meilleur prix si la monnaie leur paraît offrir une plus grande stabilité de valeur.

Dès que l'on se place au point de vue de la « demande monétaire », une série de phénomènes qui s'expliquaient très difficilement en partant de la seule « vitesse de circulation » deviennent parfaitement clairs.

Et tout d'abord les différences caractéristiques entre le papier-monnaie et la monnaie métallique.

La caractéristique du papier-monnaie (sauf dans certains cas tout à fait exceptionnels), c'est l'incertitude que présente sa valeur *future*. De là les fluctuations constantes de sa valeur *actuelle*. Suivant que l'on croit que sa valeur future augmentera ou diminuera, sa demande immédiate en vue de conservation augmente ou diminue. Les thésaurisations et les déthésaurisations successives du papier-monnaie ont joué, pendant et après la guerre, un rôle énorme. Quand certains pays scandinaves ont annoncé leur intention de revenir au pair d'avant-guerre, une thésaurisation intense de leur monnaie s'est produite, qui a entraîné une hausse rapide des changes et une baisse de leurs prix. En Allemagne, pendant l'inflation, suivant que l'on croyait ou non à la remise en état des finances du Reich, le mark était tantôt thésaurisé, tantôt remis en circulation. Dans sa magnifique étude sur les aventures du mark allemand, M. Bresciani-Turoni ¹ en a donné des exemples saisissants.

Des constatations semblables peuvent être faites pour les fluctuations du change des pays à papier-monnaie. Les subites variations du cours des changes de ces pays, en l'absence de toute augmentation ou restriction de l'émission du papier — variations qui ont tellement intrigué les contemporains de Ricardo pendant les guerres napoléoniennes, et plus tard M. Goshen pendant la guerre civile des Etats-Unis — s'expliquent très simplement par les achats de change que faisaient les spéculateurs toutes les fois que l'espoir de voir la guerre finir rapprochait le moment du rétablissement de la monnaie.

D'une manière analogue s'expliquent aussi les phénomènes bien connus de prime d'une catégorie de monnaie sur l'autre à l'intérieur d'un même pays dans les périodes de crise

¹ Cf. son livre *Vicende del Marco tedesco*, publié en 1932.

ou de défiance. Aux Etats-Unis, en 1907, la monnaie métallique faisait prime sur le chèque, parce que le public, craignant l'insolvabilité des banques, préférait conserver ses réserves sous forme de monnaie métallique plutôt que sous celle de dépôts en banque. Inversement, on a vu en France, en 1849, le billet faire prime sur la monnaie, parce que les billets étaient plus commodes pour la conservation des grosses sommes et que leur montant se trouvait momentanément limité par la loi établissant le cours forcé. On peut encore expliquer ainsi les phénomènes de prime sur les espèces d'or étrangères que l'on a observés en France, au cours des toutes dernières années, malgré la *convertibilité théorique* du billet de la Banque de France. C'est que cette convertibilité était incomplète et limitée aux lingots représentant de grosses sommes et qu'ainsi la conservation du métal-étalon n'était accessible qu'aux personnes fortunées. Preuve parmi beaucoup d'autres de l'importance que présentent pour la valeur économique d'une monnaie ses caractéristiques *juridiques*, systématiquement méconnues par Ricardo.

Enfin le phénomène de la fuite devant la monnaie nationale et d'achat de monnaies des autres pays constitue le cas type de demande d'une monnaie considérée comme « réserve de valeur », et de l'abandon d'une autre jugée inapte à cette fonction.

Dans tous ces cas, nous avons affaire à une *demande directe* d'une catégorie de monnaie de préférence à une autre, soit *pour la conserver* directement, soit pour acquérir à travers elle des biens dont la valeur n'est pas affectée par les variations de l'étalon monétaire.

Expliquer tous ces phénomènes par la formule passe-partout « rapidité de la circulation », c'est ne rien expliquer, quoique la diminution ou l'accroissement de cette rapidité soit une conséquence immédiate et directe de la demande accrue ou diminuée ¹.

¹ Lorsque dans un pays les billets diminuent par exportation d'or, la conséquence est que les industriels et commerçants, à court de monnaie, demandent aux banques de faire plus de crédit (c'est-à-dire d'augmenter la rapidité de circulation de la monnaie qui reste). Si les banques obéissent à cette pression, il n'y a plus de motif pour que la monnaie exportée rentre. Ce n'est que par le refus d'augmenter les crédits qu'elles amèneront les entreprises à rapatrier leurs trésoreries exportées.

L'importance de la demande monétaire a été de nouveau mise en évidence par les troubles économiques consécutifs à la guerre mondiale. Mais bien avant ces événements elle avait été expressément notée par quelques-uns des plus grands parmi les économistes de la fin du dernier siècle. Elle est associée en effet aux noms de Walras, Menger, Marshall, Wicksell, Fisher.

La notion « d'encaisse désirée » se trouve pour la première fois formulée par Walras. Il la définit : « le montant de tout ou partie des produits consommables et du revenu net perpétuel que les échangeurs veulent acheter et dont ils désirent avoir par devers eux la représentation en monnaie de circulation et d'épargne » ¹. Définition très exacte puisqu'elle comprend à la fois la monnaie destinée à la consommation et à l'épargne, et à laquelle on ne peut reprocher qu'une lacune : c'est que Walras se place dans l'hypothèse où la dépense de la monnaie serait entièrement prévue à l'avance; elle ne fait aucune place à l'incertitude de l'avenir — contre laquelle la formation de réserves monétaires sert justement d'assurance. Elle constitue cependant un progrès très important dans la clarification des phénomènes monétaires. A la fin du siècle, Menger, dans son article *Geld* du *Handwoerterbuch der Staatswissenschaften* ², allait donner une définition également précise du « besoin monétaire », notion correspondant à celle d'« encaisse désirée ». Il la développe dans la deuxième édition de ses *Principes* en montrant le rôle essentiel que les encaisses jouent pour parer à l'incertitude de l'avenir.

Mais le premier à notre connaissance qui ait compris toute la portée de la notion de demande monétaire, en montrant qu'elle est simplement l'inverse de la notion de rapidité de circulation, est Wicksell, dont nous citons ici le passage le plus caractéristique :

On peut essayer, dit-il, de déterminer les *intervalles de repos* de toutes les pièces de monnaie pendant une période donnée, le processus effectif de l'échange de ces pièces étant considéré comme limité à des instants (points) isolés dans le temps. On peut alors calculer la moyenne arithmétique de ces intervalles de repos / ceux du début de la période

¹ *Eléments*, 4^e édition, p. 305.

² Cf. article *Geld*, p. 104 et les dernières pages de ses *Grundsätze* (2^e édition, Vienne, 1923), où il critique le rôle exagéré attribué par les écrivains dits « classiques » à la rapidité de circulation, par opposition aux « encaisses désirées » dont le montant en augmentant ou en diminuant suivant les circonstances constitue l'élément élastique de l'offre monétaire.

choisie et ceux de la fin n'étant pas comptés séparément, mais réunis en un seul). On obtiendrait ainsi l'*intervalle moyen* de repos de la monnaie, et si on l'exprime en fraction de l'unité de temps (d'une année par exemple) sa valeur serait égale à la réciproque de la vitesse de circulation de la monnaie, telle qu'elle est définie ci-dessus (le nombre de fois qu'une unité change de mains). C'est bien ainsi que cela doit être car la moyenne arithmétique des intervalles de repos de toutes les unités monétaires est égale à leur somme divisée par leur nombre, et par conséquent, la réciproque est égale au *nombre des intervalles de repos* divisé par leur somme. Mais le nombre des intervalles de repos (définis comme ci-dessus) est évidemment égal au nombre de fois que circulent toutes les unités de monnaie, ou, ce qui revient au même, à la valeur totale P des biens échangés. D'autre part la somme des intervalles de repos comprend naturellement tous les intervalles de repos de chaque pièce de monnaie, qui, exprimés en fraction de l'unité de temps, se montent dans chaque cas à une année exactement (c'est-à-dire l'unité de temps elle-même). La somme totale de ces intervalles est donc égale au nombre des unités de monnaie, c'est-à-dire, à la quantité M de monnaie en circulation. On obtient donc une fois de plus le rapport P à M ¹.

C'est sur cette conception que Wicksell a construit son très original schéma du mécanisme de la baisse des prix quand la production des métaux précieux diminue.

C'est la même notion que Fisher appelle « *average time of turnover* », et qui est la réciproque de la vitesse de circulation², seulement Fisher après en avoir donné la définition mathématique n'en fait pas usage dans sa théorie monétaire.

Enfin Marshall à plusieurs reprises a insisté avec une force particulière sur le facteur « *demande* » de monnaie et dès 1886 il faisait remarquer l'effet des hausses et des baisses de prix sur la thésaurisation³.

Mais c'est après la guerre que la notion de la demande de la monnaie prend une place de plus en plus marquée dans les doctrines. A cet égard un article d'Edwin Cannan (*The Application of the Theoretical Apparatus of Supply and Demand to Units of Currency*) paru en 1921⁴ est particulièrement caractéristique. Dans cet article, comme du reste dans ses deux substantiels petits ouvrages sur la monnaie parus depuis, il compare la monnaie aux biens « tels que la terre ou les chemins de fer dont la production annuelle est si faible comparée à leur stock,

¹ Knut WICKSELL, *Interest and Prices*, p. 53.

² Cf. *Purchasing Power of Money*, p. 351.

³ Cf. *Official Papers of Alfred Marshall*, p. 6.

⁴ Dans l'*Economic Journal*.

que nous pensons à ce stock lorsque nous nous représentons l'offre et que nous nous représentons la demande comme le montant que le public désire et peut utiliser ».

C'est à cette classe de biens qu'appartient la monnaie, celle-ci étant un bien instrumental durable dont le stock à chaque instant est extrêmement grand en comparaison des additions annuelles ou des soustractions annuelles qui lui sont faites. « Nous pouvons donc admettre pour l'offre monétaire, comme nous le faisons pour l'offre des maisons, qu'elle est constituée par le stock plutôt que par la production annuelle; et nous pouvons dire de cette offre, comme nous le disons de l'offre des maisons, qu'elle s'accroît par additions nettes au stock, et décroît par soustractions nettes de celui-ci. Suivant la même conception en ce qui concerne la demande monétaire, nous pouvons concevoir la demande de monnaie comme constituée non par le nombre ou le total des opérations d'échanges, mais par l'action des personnes qui désirent conserver la monnaie, de même que nous considérons la demande de maisons comme provenant non des personnes qui les achètent pour les revendre ou pour les donner en location, mais des personnes qui veulent les habiter. La simple activité du marché immobilier — les achats de maisons pour les revendre — peut dans un certain sens impliquer un « accroissement de demande » des maisons, mais on peut dire alors qu'elle implique un « accroissement exactement correspondant de l'offre », et les deux accroissements se compensent. La seule demande qui importe est la demande en vue de l'habitation. De même, l'augmentation des transactions monétaires — l'augmentation du nombre des achats et des ventes de produits et de services — peut comporter un accroissement de demande de monnaie, mais elle comporte inversement un accroissement égal de l'offre monétaire; les deux accroissements se compensent. La seule demande qui importe est la demande de monnaie, non pas en vue de la dépenser, mais en vue de la conserver. »

Edwin Cannan est revenu sur cette conception à différentes reprises et il en tire un certain nombre de conclusions, en particulier celle-ci : que la demande de monnaie dans ce sens s'accroît en période de baisse des prix, et diminue en période de hausse.

La même position est prise dans un récent et très intéressant article ¹ de l'économiste américain Carver, qui énumère les divers cas où le public demande de la monnaie en vue de la conserver comme telle. Tout un groupe de jeunes écrivains anglais et autrichiens, dont nous avons plus haut cité les plus importants, adoptent la même conception qui pourrait se résumer ainsi : chaque détenteur ou chaque percepteur de revenus doit à chaque moment décider quelle portion de ses revenus il détiendra sous forme de monnaie; la demande de monnaie est le résultat de ce choix.

Les décisions économiques, en ce qui concerne la dépense, sont le résultat de choix effectués d'un côté entre les différents biens, de l'autre entre les *diverses dates* auxquelles on peut se procurer le même bien. La demande de monnaie résulte d'un choix supplémentaire. Chacun doit choisir à chaque instant entre la conservation de son revenu sous forme monétaire et la dépense de ce revenu en achat de services et produits, ou le placement de ce revenu en vue d'en recevoir un intérêt. Ce sont les qualités de la monnaie telles que nous les avons définies plus haut — celle d'être un intermédiaire général des échanges, celle d'être une réserve de valeur — qui déterminent le choix.

Une telle conception est évidemment incompatible avec la théorie qui, étendant la doctrine de l'utilité finale à la monnaie, donne comme valeur à la monnaie l'utilité limite du dernier bien que cette monnaie peut acheter. Cette théorie qui a été formulée par Wieser fait de la monnaie un bien dont la valeur dépend non des services propres qu'il rend, mais des services que rendront les objets qu'il permet d'acquérir. Or dans la constitution des encaisses désirées le choix de l'individu économique se fait entre l'utilité limite des services de la monnaie tels que définis plus haut, et l'utilité limite des biens. Nous ne connaissons pas jusqu'à présent de tentative scientifique pour appliquer sous cette forme à la monnaie la doctrine de l'utilité finale ².

Une dernière observation mérite d'être faite ici. A diverses reprises nous avons insisté sur le fait que la rapidité de cir-

¹ Cf. *Economic Journal*, 1934.

² L'ouvrage mathématique de FRIISCH, *New Methods of measuring marginal utility* (Tübingue, 1932), donne une définition de l'utilité finale de la monnaie que nous ne pouvons discuter ici.

culacion de la monnaie augmente en période de hausse des prix et diminue en période de baisse. Le lecteur aura remarqué que tous les auteurs qui envisagent la demande de la monnaie comme l'élément moteur de la vitesse de circulation aboutissent à la même conclusion. Cette demande augmente quand les prix sont en baisse (c'est-à-dire que la rapidité de circulation diminue) et inversement. Ses variations accompagnent donc et renforcent la hausse ou la baisse du niveau des prix, *mais ne sauraient en être considérées comme l'élément initial*. Celui-ci se trouve ailleurs : ou bien dans l'accroissement plus rapide de la vente et de la production des marchandises quand il s'agit de baisse de longue durée, ou bien dans l'accroissement de la monnaie étalon (ou du papier-monnaie) quand il s'agit de hausse de longue durée, ou enfin dans l'accroissement du crédit lorsqu'il s'agit de variations cycliques.

§ 3. — La théorie nominaliste de F. G. Knapp

L'immense majorité des écrivains, qui aux ^{xviii}^e et ^{xix}^e siècles ont réfléchi sur la monnaie, partent de l'idée que l'utilité principale d'un système monétaire — c'est-à-dire le but que l'Etat doit poursuivre en l'établissant — est de fournir à la communauté économique un bon instrument d'échange et une réserve stable de valeur. L'intérêt des particuliers, la fixité des bases sur lesquelles leurs relations commerciales sont fondées, voilà ce qui doit guider l'Etat dans les règles qu'il promulgue, et il n'a pas à intervenir autrement que pour assurer cet objet. Il doit laisser la monnaie métallique choisie comme étalon entrer librement dans le pays et en sortir; il doit garantir la conformité des monnaies qu'il frappe avec le poids de métal par lequel il a défini l'unité monétaire; il doit enfin surveiller la conformité de valeur de la monnaie fiduciaire là où elle existe, avec l'étalon métallique. Mais là s'arrête son rôle. Sans doute la fixité de l'étalon métallique laisse à désirer. Sans doute le niveau des prix varie avec la production plus ou moins abondante des métaux précieux. Mais ces variations sont inévitables; elles sont moindres que celles résultant de n'importe quel autre système inévitablement artificiel. Quant au caractère

international qu'a nécessairement la monnaie, personne n'en discute l'utilité puisque les métaux précieux forment la base de presque tous les systèmes monétaires importants. Ainsi la fixité de valeur de la monnaie par rapport aux marchandises et par rapport aux monnaies étrangères, tel est le double but à atteindre.

Or voici qu'en 1905 un professeur allemand, Georges-Frédéric Knapp, connu jusque-là par des travaux d'histoire économique, vient déclarer dans un livre auquel on ne peut refuser ni la vigueur ni l'ingéniosité, dont le titre *Staatliche Theorie des Geldes* indique la tendance et qui suscite aussitôt de vives polémiques : La monnaie est essentiellement une affaire d'Etat, que l'Etat doit régler au gré de son intérêt; « la monnaie est une création du droit; elle est apparue au cours de l'histoire sous les formes les plus diverses; une théorie de la monnaie ne peut donc être qu'une théorie d'histoire du droit¹ ». Ayant ainsi décidé que les questions monétaires ne ressortissent pas à l'économie politique, ni même au droit, mais à l'histoire du droit (ce qui est vraiment paradoxal car l'histoire n'a jamais fourni la théorie d'aucun phénomène), il continue : la question de la valeur de la monnaie est secondaire; une seule question importe, c'est sa « Geltung »² (opposée à « Werth »), c'est-à-dire la force libératoire que lui donne l'Etat, « ce à quoi elle donne droit » en vertu de la loi. Or cette force libératoire de la monnaie, à quoi l'Etat la confère-t-il? Est-ce à un poids déterminé de métal, frappé à son effigie? Nullement, mais à une unité (*Wertheinheit*) appelée d'un nom différent suivant les pays, — qui peut s'intituler franc, ou florin, ou dollar, — et qui a la vertu d'acquitter définitivement les dettes. La manière dont est représentée matériellement cette unité n'a aucune importance; elle peut être en papier ou en or, et l'Etat a ses raisons pour choisir tantôt telle substance et tantôt telle autre. C'est cette unité (indépendamment de la substance qui la compose) qui est pourvue du droit d'acquitter les dettes, et dont la « Geltung » compte seule.

¹ P. I. Walras a lui aussi affirmé les droits de l'Etat en ce qui concerne la monnaie mais dans un sens tout différent de celui de Knapp.

² Le mot *Geltung* est intraduisible en français. *Gelten* c'est « passer pour ». Un homme passe pour honnête, *er gilt für ehrlich*. La *Geltung* de la monnaie, c'est donc « ce pour quoi elle passe », en vertu de la loi.

L'unité monétaire, représentée par l'instrument de circulation qu'on appelle monnaie, est donc purement « nominale ». Le franc, le dollar ou le florin ne désignent pas des poids métalliques déterminés. Ce sont des *unités abstraites*.

La démonstration, continue Knapp, en est facile à faire. Elle résulte de toute l'histoire monétaire. L'Etat ne change-t-il pas de période en période la mesure de l'étalon monétaire? Il déclare par exemple qu'à partir de telle date le franc sera représenté par un certain poids d'or, tandis que jusque-là il était représenté par un certain poids d'argent; il fixe en même temps le poids d'or qu'il faudra verser pour acquitter les dettes constituées en francs d'argent. Une telle décision ne peut s'expliquer que d'une façon : la dette n'était pas constituée en un poids d'argent, mais en *francs, unités abstraites*, qui, suivant la volonté de l'Etat, seront acquittés en monnaie d'argent à un moment, en monnaie d'or à un autre. S'il en était autrement la décision de l'Etat serait incompréhensible. En effet dans l'intervalle de temps pendant lequel la définition de l'unité monétaire change — entre le moment où une dette en francs signifie un certain poids d'argent et le moment suivant où elle signifie poids d'or¹ — il est clair, déclare Knapp, que la dette ne pouvait être constituée qu'en francs tout court, en francs qui n'étaient plus ni or ni argent. « Chaque changement de l'instrument de paiement, écrit-il, suppose que l'unité de valeur, *au moins dans l'instant du passage d'un système monétaire à un autre*, est considérée comme nominale. Une fois qu'une monnaie a été établie, elle ne peut être modifiée que par une application du caractère nominal de l'unité monétaire, — caractère qui ne consiste pas en autre chose que dans la possibilité pour l'Etat de changer l'instrument de paiement, alors que reste inchangée la grandeur relative des différentes dettes². » Dans ces conditions la définition d'une monnaie n'est pas autre chose que la fixation du nombre d'unités de dettes en monnaie ancienne que la nouvelle monnaie peut acquitter. La définition d'une monnaie est donc exclusivement une définition « historique ».

¹ Comment Knapp sait-il qu'il y a un intervalle de temps? En général un état de chose juridique change instantanément au moment où le décret créant le nouvel état de chose paraît.

- KNAPP, *Staatliche Theorie*, p. 16.

Elle n'a rien à voir avec la substance dont était constitué l'ancien instrument de paiement; elle n'a rien à voir non plus avec la substance dont est formé le nouvel instrument de paiement. Elle définit simplement un certain rapport de la nouvelle à l'ancienne unité de valeur. Elle ne contient qu'une liaison rétrospective (einen rekurrenten Anschluss)¹.

Voilà l'essentiel de la thèse de Knapp. Le reste de son livre n'est qu'un développement logique et systématique de cette notion fondamentale. Il a créé tout un vocabulaire compliqué pour désigner les différents systèmes monétaires²; il a tenté une classification ingénieuse de ces systèmes. Mais une classification et une nomenclature, quelque instructives qu'elles soient, ne constituent pas une explication des phénomènes monétaires. Plus important et plus intéressant est l'effort qu'il fait pour démontrer que le but des principaux systèmes monétaires est essentiellement d'établir un cours de change fixe avec les principaux pays commerçants et en particulier avec l'Angleterre qui est le plus grand pays acheteur et vendeur de marchandises³. L'étalon d'or (dont il se proclame du reste

¹ P. 18.

² Voici un exemple du langage de Knapp : « L'ordre dans lequel nous présentons les phénomènes lytriques n'est pas arbitraire, mais nécessaire. Nous partons de l'hylogénèse de l'instrument de paiement; seuls des instruments de paiement hyliques peuvent être employés de manière pensatoire. Ensuite intervient le morphisme : seuls des instruments de paiement morphiques peuvent être proclamatoires, et devenir ensuite chartalistes. Seuls des instruments chartalistes enfin peuvent voir disparaître leur base hylique et devenir autogéniques » (pp. 31-32). En réalité tout cela est assez simple, et ce que Knapp décrit ici c'est le passage historique de la monnaie métallique au papier-monnaie.

³ Cf. le passage p. 267, si caractéristique et d'ailleurs si amusant : « Ce n'est pas l'étalon d'or qui s'est propagé depuis 1871, c'est la constitution monétaire anglaise, et c'est pour ainsi dire par hasard que celle-ci était devenue monométalliste-or. « Alors l'or en soi serait tout à fait indifférent pour le choix des systèmes monétaires? Il ne s'agit que de circonstances historiques qui se sont trouvées favorables à l'or en 1875? Est-ce bien ainsi que vous l'entendez? » A cette question des métallistes, le chartaliste ne peut que répondre : « Oui, c'est bien cela. Tous les Etats de puissance moyenne et tous les Etats encore plus faibles ont passé à l'étalon d'or pour des raisons exodromiques (c'est-à-dire de commerce international), ou veulent le faire pour ces raisons. L'Angleterre est sourde à toutes les propositions de changement d'étalon parce qu'elle n'a pas à se préoccuper de raisons exodromiques. C'est comme pour l'organisation de l'armée : quand l'Etat le plus victorieux a le service militaire obligatoire, il l'impose à ses voisins, dans la mesure où ceux-ci ont à combattre sur le même sol. L'Angleterre ne l'adopte pas, parce qu'elle n'a pas à combattre sur le sol du continent. Inversement quand les Etats européens veulent intervenir dans la politique mondiale il leur faut imiter l'armement naval anglais, et aussi longtemps que l'Angleterre choisit le fer pour la construction de ses vaisseaux, aussi longtemps ses rivaux devront choisir... l'étalon-fer pour leur marine. » Ainsi tout est question de puissance d'après Knapp, mais ce qu'il n'explique pas c'est pourquoi tant d'Etats veulent être liés à l'étalon anglais; la raison n'est-elle pas

partisan) n'est qu'un moyen commode à ses yeux pour maintenir cette fixité des cours du change. Mais ce n'est pas, remarque-t-il, le seul. Le système anglo-hindou, le système austro-hongrois sont des exemples de méthodes d'administration monétaire grâce auxquelles on peut obtenir la fixité des cours du change, sans circulation interne d'or. Le métal jaune du reste cesse de plus en plus de servir à l'usage interne pour servir aux paiements internationaux (remarque qui n'a rien de neuf, puisque Thornton l'avait déjà faite en 1802, et qu'elle a été reproduite par presque tous les écrivains sur la monnaie). C'est dans l'exposé des différents systèmes de stabilisation des changes, à une époque où ils constituaient encore une nouveauté, que réside surtout l'intérêt de son livre. Depuis lors cet exposé a été fait bien des fois. Reste donc, comme élément original du livre de Knapp, la thèse résumée plus haut, et dont l'exposé a suscité, dès qu'il a été connu, un très vif émoi et des polémiques prolongées.

Cette thèse cependant n'a, comme thèse juridique, rien de nouveau. C'est la mise en philosophie d'un vieux principe de la raison d'Etat, celui même formulé par le Code civil français dans son article 1895 — d'après lequel quand l'Etat change la définition de l'unité monétaire, les anciens contrats (à moins de clause contraire, et cette clause est en fait annulée par la jurisprudence de la plupart des pays) peuvent ou même doivent être acquittés en la nouvelle unité. Les variations des unités monétaires survenues depuis vingt ans ont rempli les prétoires des tribunaux de discussions sur ce point. Malgré les sentiments passionnés que ces discussions ont déchaînés — car les variations monétaires, ne vont pas sans léser des intérêts très étendus, — ce n'est pas le lieu de les exposer ici. L'abolition par la loi de la clause-or aux Etats-Unis en 1933, alors que cette clause était devenue générale depuis la guerre de Sécession, le maintien partiel de cette clause par certaines jurisprudences (comme les jurisprudences française et anglaise) sont des événements d'une grande portée économique. Au point de vue de l'histoire des doctrines, ils traduisent sim-

justement la fixité de cet étalon et sa continuité, ce qui correspond moins à la puissance anglaise, qu'à une certaine conception de la monnaie?

plement le désarroi des esprits en face de situations où les intérêts de l'Etat d'un côté, les intérêts de catégories entières de citoyens de l'autre, se heurtaient violemment. Toute dévaluation monétaire constitue le triomphe de l'Etat dans un conflit d'intérêt entre lui-même et les particuliers, ou entre certaines catégories de particuliers et les autres. Elle est pour l'Etat un moyen de se libérer d'une partie de ses dettes, et d'en libérer aussi certaines entreprises (entreprises agricoles aux Etats-Unis, industries à lourdes dettes obligataires en France et en Angleterre, banques en Belgique). Elle constitue un acte politique — un fait du prince — par lequel l'Etat prend parti en faveur de certains intérêts contre d'autres qu'il juge moins importants. Elle apparaît le plus souvent comme le seul moyen de liquider les dépenses d'une grande guerre. Une dévaluation ou un changement d'étalon monétaire non accompagné de dévaluation (par exemple le passage de l'étalon d'argent ou de l'étalon bimétalliste à l'étalon d'or) ne peut donc être jugé que d'après des vues politiques, et suivant les circonstances du moment ¹, et je ne puis que renvoyer à l'appréciation qu'en faisait déjà Galiani au milieu du xviii^e siècle.

Ce qui est surprenant c'est qu'un économiste comme Knapp ait pris comme fondement de sa doctrine monétaire une des manifestations les plus caractéristiques de la raison d'Etat, qu'il ait cru devoir imaginer une vérité économique et juridique supérieure — la nominalité de l'unité monétaire — qui constituerait la justification doctrinale d'un simple acte du prince, de sorte que celui-ci en procédant aux mutations monétaires ne ferait plus aux yeux de notre auteur que tirer les conséquences logiques de cette vérité jusque-là méconnue.

Peut-on réellement parler ici de vérité méconnue? Ne s'agit-il pas au contraire d'une conception qui réapparaît de

¹ Nous ne dirions pas la même chose du refus par les tribunaux de reconnaître la clause-or. Quand des particuliers ont précisément voulu se mettre à l'abri des dévaluations, il est contraire à l'équité la plus élémentaire de leur interdire d'appliquer leurs propres conventions. On dira peut-être que la clause-or généralisée (comme aux Etats-Unis) rendrait alors toute dévaluation monétaire impossible et pourrait s'opposer aux intérêts les plus vitaux de l'Etat. C'est vrai mais nous répondrons qu'elle aurait aussi pour effet de faire réfléchir l'Etat avant de se lancer dans des aventures financières ou politiques dont la conséquence doit être nécessairement la dépréciation monétaire.

période en période et revient constamment séduire à nouveau certains esprits.¹ Le XVIII^e siècle avait adopté la notion de monnaie-signe, si délibérément écartée par Turgot. Pendant la querelle bimétalliste, alors qu'on discutait sur le double étalon, certains écrivains avaient soutenu que le public ignorait en réalité s'il traitait en francs-or ou en francs-argent, et traitait simplement en francs abstraits. Un peu plus tard un juriste français, Mongin, dans des articles de la *Revue d'Economie politique*² qui firent quelque bruit, défendait la même thèse. Avant lui un écrivain allemand, dissertant en 1855 sur la « nature de la monnaie », avait remarqué que le public n'évalue jamais directement la valeur des objets par rapport à l'or ou à l'argent, mais bien plutôt par rapport à la valeur des autres objets, en se servant d'une unité commune (le franc, le mark ou le rouble) à la valeur métallique de laquelle il ne pense jamais. Dans tous ces cas la réponse est la même³ : c'est que le public en effet fait ses calculs en partant des objets et des services dont il connaît le prix, ainsi que du montant de ses revenus sans songer à les comparer directement avec la valeur de l'or; c'est qu'une *longue habitude* le dispense en effet de vérifier chaque fois si les francs qu'il mentionne correspondent bien au poids d'or légal qu'ils sont censés contenir. Mais qu'une crainte quelconque survienne sur la remboursabilité éventuelle de ces francs en métal, et on verra le public se précipiter pour s'assurer que ces francs sont effectivement convertibles. Knapp est le plus récent de toute une lignée d'esprits

¹ Année 1887, *Des changements de valeur de la monnaie*, en particulier le § 27.

² Voici comment Carl Menger répond à OPPENHEIMER, auteur du livre *Die Natur des Geldes* : Il y a, dit-il dans son livre, une observation vraie : « j'entends l'observation que le caractère de la monnaie comme métal ayant un usage propre, finit souvent, en raison des commodités de notre système d'échanges, par échapper complètement à la conscience de l'homme économique, et qu'en conséquence, il ne prend plus garde qu'à son caractère d'instrument d'échange. C'est donc la puissance de l'habitude qui assure à la monnaie sa valeur d'échange, même là où son caractère de métal utile n'est plus directement ressenti. Cette observation est très juste. Mais il est clair que la valeur d'échange de la monnaie comme l'habitude qui en est devenue le fondement, disparaîtraient aussitôt, si la valeur propre du métal monétaire disparaissait par quelque circonstance. On peut donc accorder que la monnaie apparaît à beaucoup d'hommes économiques, quand les échanges ont pris un grand développement, comme un simple signe. Mais il est certain que cette illusion facile à expliquer disparaîtrait aussitôt, si les monnaies perdaient leur caractère d'espèces représentant une quantité donnée de métal ayant une utilité propre » (p. 335 des *Grundsätze*, 2^e éd.).

qui limitent leur vision à un seul des aspects de la monnaie, qui se laissent tromper par la complexité des systèmes de paiement modernes, et oublient que les échanges, toutes compensations faites, comportent entre particuliers comme entre nations le paiement de soldes, lesquels ne peuvent être réglés qu'en une valeur réelle et capable d'être conservée pendant les intervalles d'un temps qui est lui aussi une réalité.

L'attitude de l'Etat, en matière monétaire, attitude que Knapp ne croit pas pouvoir expliquer autrement que par la « nominalité » de la monnaie, est en réalité d'une simplicité parfaite. Aucune métaphysique économique n'est nécessaire pour la comprendre.

L'Etat ne change pas seulement l'unité monétaire. Il change de temps en temps les unités de poids et mesure. Seulement dans ce cas il change aussi le *nom* de la nouvelle unité. Quand il décrète une nouvelle unité de longueur ou de poids, quand il abandonne l'aune pour le mètre, ou la livre pour le kilogramme, il décide en même temps que la nouvelle unité aura un nom nouveau. Aucune confusion ne peut donc naître sur la dette du fournisseur à l'égard de l'acheteur. S'il a promis des aunes, il ne livrera que des aunes, même si dans l'intervalle l'unité de longueur a changé. Au contraire quand l'Etat change la mesure des valeurs, c'est-à-dire le poids de l'unité monétaire, il se garde en général d'en changer le nom. La Révolution française a fait exception en appliquant à la monnaie les mêmes principes qu'aux autres unités, et en remplaçant le mot livre par le nouveau mot franc. Mais le plus souvent l'Etat conserve au nouvel étalon le nom de l'ancien, et il décide que la nouvelle unité monétaire, grâce à cette confusion des noms, servira à acquitter les dettes contractées dans l'ancienne. C'est qu'il y est directement intéressé. Il entend profiter lui-même de cette confusion, étant lui-même débiteur de monnaie. Les mutations monétaires n'ont jamais eu d'autre objet. C'est bien comme cela que le public les a comprises et il l'a prouvé en modifiant en général le prix des choses pour l'adapter plus ou moins à la nouvelle unité. Mais l'Etat n'a jamais cru devoir dire au public : « Quand vous avez stipulé en francs vous avez sans le savoir stipulé en *francs abstraits*; vous vous êtes engagés à l'avance à recevoir des

francs abstraits, et ce que vous pourrez acheter avec ces francs (or ou marchandises ou lettres de change sur l'étranger) n'est jamais entré dans vos préoccupations. » Une telle déclaration, si l'Etat la faisait, provoquerait sans doute plus d'ironie que de conviction.

Qu'est-ce d'ailleurs qu'une unité monétaire « abstraite » ? Que représente l'unité monétaire si ce n'est un certain pouvoir d'acquisition, lui-même déterminé par l'ensemble des conditions d'où résulte à un moment donné la valeur en marchandises d'un poids déterminé d'or ? Comment pourrait-elle n'être qu'un simple nom ? Elle n'est alors une unité qu'à l'égard des sommes exprimées en multiples de cette unité. Le franc, dans cette conception, est l'unité avec laquelle on compte des sommes de francs ¹. Mais pour être une unité de valeur, il faut que le franc représente une certaine valeur pour ceux qui le demandent.

Sans doute l'unité de valeur ne fonctionne pas comme les autres unités de mesure et c'est pourquoi l'expression « valormètre » employée par Leroy-Beaulieu est si défectueuse. On ne l'applique pas sur les choses comme le mètre. On ne la met pas, comme un poids, sur un plateau de balance, sur l'autre plateau de laquelle se trouvent les objets à peser. C'est sur le marché, en s'échangeant contre les choses, que son pouvoir d'achat se fixe à chaque instant, et cet échange suppose qu'elle est elle-même demandée, désirée, comme tout objet de valeur. Les différents taux d'échange des objets avec la monnaie permettent ensuite de comparer les valeurs des marchandises entre elles. C'est en ce sens que la monnaie est mesure des valeurs ². Mais ce qu'elle ne peut être en aucun cas, c'est un simple nom. On n'échange pas une marchandise contre un nom ³. On l'échange ou contre un bien ayant une valeur propre, ou contre

¹ « Notons d'abord, écrit Knapp, que l'unité de valeur (*Wertheinheit*) n'est pour nous que l'unité dans laquelle on exprime le montant des paiements » (p. 7).

² Je renvoie sur ce point à un passage des *Grundsätze* de Menger où est parfaitement exposé en quel sens la monnaie est une mesure de valeur. (P. 297 de la 2^e édit., cf. surtout p. 290.)

³ « Nous ne pouvons étendre le concept de valeur à la monnaie; nous ne pouvons l'appliquer qu'aux choses qui ne sont pas elles-mêmes des instruments de paiement », dit Knapp, p. 25. Je renvoie à ce que j'ai dit plus haut de la controverse entre « métallistes » et « antimétallistes », qui les uns comme les autres refusent à tort une valeur au papier-monnaie.

un titre juridique comme le papier-monnaie qui a lui-même une valeur comme tout titre juridique, car la valeur économique de ces titres est déterminée par le droit qu'ils confèrent à l'obtention de certains biens ou services. Mais pour Knapp le papier-monnaie, pas plus qu'aucun instrument de paiement, en tant que tel, ne possède de valeur ¹.

La doctrine de Knapp n'est pas, à la bien prendre, une théorie économique de la monnaie. Elle est une *construction juridique*, destinée comme toutes les constructions de ce genre à fournir l'explication d'un certain nombre de décisions légales. Sous ce rapport même elle est loin d'être complète. Car elle contredit directement les principes que certains Etats ont adoptés comme base de leur système monétaire.

La loi américaine du 14 mars 1900 par exemple a expressément voulu qu'une stipulation en dollars signifiât la livraison d'un certain poids d'or, le mot dollar n'ayant en vertu de ce texte pas d'autre sens que celui d'un poids de métal. « Le dollar, consistant en 25,8 grains d'or à neuf dixièmes de fin sera l'unité étalon de valeur (the standard unit of value) et toutes les formes de monnaie émises ou frappées par les Etats-Unis seront maintenues à la parité de valeur avec cet étalon. » Le dollar est donc une unité de *valeur*, et se définit par un poids de métal.

Du même ordre est la définition du franc de la loi du 17 Germinal an XI, inspirée par les souvenirs récents du régime des assignats : « *Cinq grammes d'argent* au titre de 9/10 de fin *constituent l'unité monétaire*, qui conserve le nom de franc. » .

Les rédacteurs de la loi monétaire française de 1928 — stabilisant le franc au lendemain d'une longue période de papier-monnaie — se sont inspirés de la même conception. Ils ne voulaient pas que le franc fût un simple nom. Ils voulaient que ce nom n'eût pas d'autre sens possible que celui d'un certain poids d'or, de sorte que ce nom employé dans un

¹ Cf. citation de la note 3 de la page précédente. Il m'est impossible de souscrire à la thèse soutenue par M. Nogaró dans son livre sur la monnaie (1924) où il écrit à la page 245 : « Sous tous les régimes (or ou papier) la vraie mesure des valeurs serait ainsi dans chaque pays, l'unité monétaire nationale, l'*unité de compte abstraite*, avec laquelle, aux termes de la loi, on achète à un taux fixe le métal précieux et non ce métal lui-même. »

contrat signifiât la livraison d'un poids d'or déterminé et rien autre chose¹.

Reconnaissons que les événements ont rendu caduques toutes ces législations. De nouvelles décisions de l'Etat inspirées par de nouvelles circonstances ont modifié les décisions anciennes. La jurisprudence, d'ailleurs fidèle à une tradition séculaire consacrée par le Code civil, a maintenu en France, même en face de la volonté bien marquée du législateur, la conception nominaliste de la monnaie, simple expression de la raison d'Etat. Aux Etats-Unis, il a fallu une loi spéciale pour annuler la clause-or inscrite dans la plupart des contrats, et ce n'est pas sans résistance que la Cour suprême de ce pays a accepté la constitutionnalité de cette loi.

Mais ces décisions, auxquelles les citoyens ont dû se soumettre, n'ont pu avoir pour effet de modifier les caractères et la nature de la monnaie. Elles n'ont pu faire que les particuliers n'aient pas entendu en stipulant un prix en monnaie recevoir un certain poids de métal — ou son équivalent en créances comportant un pouvoir d'achat identique à celui de ce poids. Les mouvements internationaux de capitaux et les adaptations de prix qui se produisent chaque fois que la valeur de la monnaie menace d'être changée en sont la preuve manifeste.

Knapp prétend ne pas s'intéresser à ce que les économistes appellent la valeur de la monnaie puisqu'il dénie que la monnaie ait une valeur. Il ne s'intéresse pas non plus, au moins en apparence, aux problèmes que les économistes discutent à ce propos. Cependant au cours de son ouvrage il prend parti, sans d'ailleurs se donner la peine de justifier ses solutions et comme si elles allaient de soi, sur un grand nombre de ces questions. Ces solutions, il faut l'avouer, ne sont généralement pas heureuses.

Par exemple il ne met pas en doute que la monnaie n'ait qu'une seule fonction, celle d'instrument de circulation; la fonction de réserve de valeur (cependant complémentaire de la précédente), il ne la mentionne même pas. La monnaie pour

¹ L'auteur de ce livre peut d'autant mieux témoigner de cette intention, que c'est à la suite de discussions très vives qu'il a fait triompher le texte de la loi de 1928, auquel il se réfère ici.

lui n'est qu'un jeton. La doctrine du « bon d'achat » chère à John Law est la sienne. L'idée que le papier-monnaie puisse avoir une valeur lui est aussi étrangère qu'aux « métallistes » les plus endurcis¹.

En refusant à la monnaie une valeur propre, il est également impossible à Knapp de comprendre qu'une monnaie puisse *perdre* sa valeur. La théorie quantitative, il l'écarte en quelque mots dédaigneux. Il admet que les changements d'étalon monétaire n'ont pas d'importance, au moins lorsqu'on fait abstraction des relations avec l'étranger. Car, dit-il, quand l'unité monétaire change, elle change pour tout le monde. Chacun comme créancier touche dorénavant les nouvelles unités au lieu des anciennes, mais comme débiteur il est avantagé dans la même mesure. Knapp néglige complètement le fait qu'un changement d'étalon monétaire, s'il traite également toutes les dettes, affecte différemment les différentes catégories de citoyens; il favorise celles qui ont beaucoup de dettes, défavorise celles qui vivent de créances fixes. Knapp sans doute n'a pas eu en vue l'inflation monétaire; il songeait à des changements d'étalon moins spectaculaires que ceux que nous réservait la guerre. Mais comment ne pas croire que

¹ Knapp met le papier-monnaie dans la catégorie des « moyens de paiement morphiques proclamatoires ». « Lorsque nous remettons nos pardessus au vestiaire en entrant au théâtre, nous recevons en échange une rondelle de laiton de forme déterminée qui porte un signe, par exemple un numéro. Il n'y a rien d'autre d'inscrit dessus, mais cette « marque » a un caractère juridique; elle est la preuve que j'ai le droit de réclamer le pardessus. Quand nous envoyons des lettres nous y collons un « timbre » (en allemand *Marke*) qui prouve que nous avons payé le port et que nous avons ainsi acquis le droit d'envoyer la lettre par la poste. Le mot « marque » serait donc une bonne expression pour désigner des objets mobiliers, ayant une forme spéciale et portant des signes, et qui ont dans la vie juridique un usage indépendant de leur substance. » (P. 26)... « Le mot latin *Charta* a peut-être le même sens que le mot « marque » employé ici; si ce n'est pas le cas nous réclamons le droit de nous en servir, parce que nous pouvons, grâce à lui, créer un nouvel adjectif. intelligible pour tout le monde, l'adjectif « chartal ». Nos moyens de paiement appartiennent à un *système monétaire chartal*; chez les peuples civilisés de notre époque on ne peut payer qu'avec des marques, avec des monnaies chartales » (p. 27).

Il est bien curieux que le juriste qu'est Knapp ne se soit pas aperçu que le papier-monnaie, contrairement à ce que sont les jetons d'un vestiaire, est une créance *sans objet déterminé*. En échange de son jeton, le détenteur sait qu'il recevra un manteau ou un parapluie spécial, celui même qui lui appartient. En échange d'un billet de cent francs à cours forcé, personne ne sait à un ou deux jours de distance ce qu'on lui donnera. Sans doute il peut acquitter une dette d'un montant équivalent. Mais *s'il n'a pas de dettes*, le papier-monnaie ne lui sert qu'à acheter des quantités de marchandises variables tous les jours. La comparaison de Knapp est donc entièrement à côté de la question.

des passages comme le suivant ont pu jouer un certain rôle dans l'indifférence que les autorités monétaires, en Allemagne et en Autriche après la guerre, ont manifestée à l'égard de l'inflation :

Il faut, à cet endroit, dit-il, affirmer d'une manière encore plus générale que je ne l'ai fait jusqu'ici, que pour les relations intérieures, et si on laisse de côté le commerce des métaux précieux, le choix d'un étalon est à peu près indifférent, car il ne produit que des effets secondaires, qui disparaissent complètement dans l'agitation générale des continuel changements de prix. Tous les jours se produisent des milliers de changements dus à l'ouverture de nouvelles routes ou de canaux, à l'établissement de tarifs douaniers ou de tarifs de transport, à la construction de nouveaux vaisseaux et ainsi de suite. Ils modifient les échanges un peu dans un sens, un peu dans un autre, et changent entièrement au bout d'un certain temps l'ensemble du tableau. Au milieu de cette mobilité générale chacun cherche son avantage, et dans des milliers de cas, tels ou tels prix s'élèvent ou s'abaissent; mais toujours quand ils s'élèvent ce n'est que grâce à la force accrue du vendeur, et quand ils s'abaissent c'est grâce à la diminution de cette force [on voit que Knapp exclut complètement l'action de la demande monétaire sur les prix]; et comme les prix sont exprimés non par des quantités de métal, mais par des unités lytriques (mark, franc, rouble), le rapport de cette monnaie aux métaux précieux est sans importance puisque la question de savoir quelle monnaie est l'étalon [est « valulaire »] est toujours parfaitement claire.

... Les considérations, que l'on fait en général au sujet des effets d'un changement d'étalon sur le commerce intérieur, sont tout à fait inadéquates, dès qu'on laisse de côté la double position de débiteur et de créancier des individus [Knapp appelle cette position « amphitropique »], et le caractère nominaliste-chartaliste des dettes. Mais si on tient compte de ces deux éléments on reconnaît aussitôt l'action tout à fait insignifiante des changements d'étalon, de ceux qui se font en baisse comme de ceux qui se font en hausse, toujours dans l'hypothèse que nous ne parlons que du commerce intérieur, et que nous ne tenons pas compte du commerce des métaux précieux. (Pp. 197-198.)

Quand enfin il s'agit des relations monétaires internationales Knapp n'est pas moins exclusif. Il prend parti, sans même paraître supposer que cette conception puisse être contredite, en faveur de la thèse qui attribue à la balance de compte l'influence exclusive sur le cours des changes¹. Bien entendu, il n'envisage à aucun moment l'action qu'exerce à son tour sur le cours des changes la quantité de la monnaie. Il admet enfin, en se basant sur les expériences anglo-indoues, que le maintien d'un cours fixe des changes entre plusieurs Etats pourrait très bien se concevoir sans monnaie métallique,

¹ Cf. en particulier le passage de la p. 254.

ce qui serait la démonstration définitive que la monnaie n'a rien à voir avec les métaux précieux :

Il est facile de voir qu'une stabilisation des changes peut se réaliser aussi sans « hylodromie » (c'est-à-dire sans emploi d'un métal commun). Pour cela il suffit que les deux Etats qui veulent stabiliser leur change, décident d'abord une certaine parité; par exemple l'Allemagne et l'Angleterre s'accordent pour maintenir la parité d'une livre sterling contre 20 mark. Cela fait, l'administration monétaire [lytrique, dit Knapp] anglaise décide de fournir toujours 20 mark contre une livre sterling et l'administration lytrique allemande décide de fournir toujours une livre contre 20 mark. Qu'on prenne bien garde : nous ne parlons pas de la livraison de souverains, ou de la livraison de doubles couronnes [c'est le nom de la pièce de 20 mark], mais simplement de la livraison de monnaie valulaire, qui pourrait parfaitement, dans le cas supposé, être « notale » et consister par exemple en papier-monnaie inconvertible. Certes ne c'est pas une proposition pratique que nous faisons ici ! Nous ne suggérons pas de procéder ainsi, nous prétendons seulement qu'on peut imaginer un système de ce genre, et que le change resterait alors fixe, aussi longtemps qu'on maintiendrait ce système ¹.

En conclusion :

La constitution métallique de la monnaie valulaire, qui est déjà inutile pour le commerce intérieur, n'est pas non plus indispensable pour les relations extérieures, sans que pour cela la fixité des changes en soit ébranlée, mais bien entendu à la condition que des organisations exodromiques du genre indiqué ici soient instituées.

Et voici la thèse finale :

L'organisation monétaire n'est pas liée à l'emploi hylrique de métaux précieux, ni pour les échanges intérieurs, ni pour les échanges extérieurs. Tous les métaux précieux peuvent devenir aussi abondants que l'eau ou aussi rares que l'hélium, dans les deux cas on pourrait organiser un système monétaire viable, car il est très recommandable sans doute d'avoir de la monnaie métallique, mais cela n'est pas théoriquement nécessaire. La monnaie est une création du droit et peut subsister même sans métaux monétaires, et la raison fondamentale en est que l'unité monétaire se définit non techniquement, mais juridiquement. Sans doute l'organisation juridique ne vaut que pour le territoire de l'Etat qui la crée et la maintient, mais les Etats peuvent conclure des traités et par là écarter cette limitation : et ils seraient forcés de le faire si la monnaie hylrique devait disparaître généralement, sans cela on ne pourrait réaliser la fixité des cours du change ².

Si Knapp avait eu à s'occuper lui-même de stabiliser les changes, il n'aurait pas mis longtemps à s'apercevoir que la vraie difficulté pour l'Angleterre dans l'hypothèse imaginée par lui est de *faire une provision suffisante de mark*, pour être

¹ P. 280.

² P. 282.

assurée constamment d'en fournir au taux de 20 mark contre une livre. Car l'Angleterre ne *peut pas créer un seul mark*. Seule l'Allemagne peut les créer. Il faut donc que l'Angleterre les *acquière*, et par conséquent qu'elle les paye. L'avantage pour l'Angleterre d'avoir de l'or c'est qu'il forme une réserve *générale* que l'Angleterre peut acquérir de tous les pays et utiliser en paiement à *tous les pays*, et entre autres à l'Allemagne. Le jour où l'Angleterre ne pourra payer qu'avec des mark, il faudra qu'elle se constitue une provision de mark (comme elle devra se procurer une provision de lire vis-à-vis de l'Italie, de francs vis-à-vis de la France, etc.), et si *cette provision devient insuffisante*, toutes les conventions du monde n'empêcheront pas le mark de monter vis-à-vis de la livre. L'acceptabilité générale, spontanée et *non conventionnelle*, voilà ce qui fait la supériorité de la monnaie métallique dans les relations internationales.

§ 4. — Peut-on stabiliser le niveau des prix?

Knapp est le grand hérésiarque. Considérer la monnaie comme une unité purement nominale, sans valeur propre, c'était rompre en visière avec la théorie économique telle qu'elle était constituée depuis des siècles. Non seulement avec la doctrine allemande représentée par exemple par Helfferich, mais avec toute la doctrine anglo-saxonne, avec la doctrine autrichienne de Menger, suédoise de Wicksell, américaine de Fisher, italienne et française de toujours.

Par un côté cependant la doctrine de Knapp venait rejoindre un courant qui avant la guerre prenait une puissance grandissante, au moins chez les économistes spéculatifs — car les grands Etats, comme toujours parfaitement indifférents à cette idéologie, persistaient au contraire à renforcer leurs encaisses métalliques jusqu'à l'extrême limite du possible. Knapp terminait son livre par une profession de foi en faveur de la supériorité au moins théorique du papier-monnaie. A cette conception, des hommes comme Wicksell et Cassel — représentants par excellence de la théorie quantitative, et par là même adversaires nés de la conception nominaliste de la

monnaie — apportent leur appui. Les économistes belges groupés autour d'Ernest Solvay s'orientent dans le même sens; ils se basent sur une philosophie de l'histoire fallacieuse comme toutes les philosophies de l'histoire, et sous prétexte que la fonction d'instrument de circulation passe graduellement de la monnaie métallique aux crédits circulants, croient pouvoir en conclure, par une extrapolation téméraire, que sa fonction de réserve de valeur est destinée elle aussi à lui échapper. Sans ressentir aucune sympathie pour le papier-monnaie, Irving Fisher de son côté préconise un système qui permettrait, croit-il, en faisant varier le poids métallique de l'unité monétaire, d'affranchir le niveau des prix de son « esclavage » à l'égard des fluctuations de la production des métaux précieux. De tous les côtés, l'idée qu'un niveau des prix plus stable, plus strictement contrôlé par la volonté raisonnée des hommes, constituerait un bienfait pour l'humanité, préoccupe des esprits éminents. La hausse marquée des prix mondiaux au début du siècle, succédant à la baisse prolongée qui caractérisait la fin du xix^e, est à l'origine de ces recherches.

Un sceptique ne pourrait s'empêcher de sourire en songeant que ces efforts étaient faits à la veille d'un conflit mondial qui allait provoquer les plus formidables catastrophes monétaires que le monde ait connues depuis les assignats, et cela justement grâce à la création d'une masse jusqu'alors inégalée de papier-monnaie. Mais l'histoire est coutumière de ces ironies. Ce qui est plus étrange, c'est qu'après une telle expérience, d'autres économistes, prenant la succession de ceux que nous venons de nommer, n'hésitent pas à proclamer aujourd'hui la supériorité du papier-monnaie sur la monnaie métallique, et persistent à rendre le métal précieux monétaire, l'or, responsable des variations de niveau des prix dont la politique de guerre des gouvernements est la cause immédiate et directe.

Notons ici une curieuse légende, qui tend à se former depuis la guerre chez quelques écrivains anglo-saxons, au sujet du comportement des prix avant 1914. Selon cette légende, le marché de Londres et spécialement la Banque d'Angleterre auraient, pendant les cinquante années précédant la date fatale, veillé comme un sage quoique inconscient tuteur sur les mouvements des prix et réussi à prévenir par une habileté con-

sommée, mais tout instinctive, les fluctuations violentes semblables à celles auxquelles nous assistons depuis quinze ans. « Au cours du XIX^e siècle, affirme l'un de ces écrivains, la suprématie financière de Londres lui donnait une voix prépondérante dans la détermination des prix-or, et quoique Londres n'ait même pas essayé de maintenir un niveau constant des prix, les prix-or ont pratiquement été maintenus très convenablement stables, et leurs fluctuations ont été modérées en comparaison de l'expérience récente...¹ » Ailleurs il écrit avec plus de force encore :

La Banque d'Angleterre a réussi pendant près d'un siècle jusqu'en 1914 à maintenir le sterling à la parité de l'or, et quoiqu'elle n'ait pas maintenu les prix stables ni envisagé comme son objectif la stabilité du niveau des prix, la position du sterling dans le monde de la finance était si prépondérante qu'en fait la Banque d'Angleterre réglait les prix-or du monde.

Cette légende, comme toutes les légendes historiques, a un but. Elle tend à démontrer qu'en confiant de nouveau à Londres (ou à Londres conjointement avec New York) ses destinées monétaires, le monde s'en trouvera mieux.

Elle n'a qu'un tort : c'est de ne correspondre en rien à la vérité. Jamais un économiste ou un banquier anglais n'aurait songé avant les événements actuels à réclamer pour la Banque d'Angleterre un mérite de cette sorte. Les variations du niveau des prix-or n'ont jamais cessé de préoccuper les plus éminents d'entre eux. Des hommes comme Marshall, Jevons ou Robert Giffen auraient été bien amusés si on leur avait affirmé que la Banque d'Angleterre contrôlait le niveau des prix, eux qui ont consacré une partie de leurs peines à étudier et à expliquer les causes de ses variations. Si quelque chose a contribué à les atténuer, c'est beaucoup plutôt le bimétallisme dont l'action compensatrice et sédative après la découverte de l'or californien n'est contestée par personne. Or c'est justement Londres qui, pendant la dépression de 1873 à 1895, s'est opposé à toute tentative internationale pour le rétablir. Quant au maintien de l'étalon d'or (et par conséquent des prix-or) dans le monde, des pays comme l'Allemagne, la France, les Etats-Unis ou les

¹ Basil BLACKETT, *Planned Money*, p. 132, Londres, 1932. Cf. aussi p. 112. Sir Basil Blackett était fonctionnaire de la Trésorerie et occupait une importante position financière aux Indes quand il est mort.

Pays scandinaves, pour ne citer que les plus importants, y ont certainement une part au moins égale à celle de l'Angleterre. Il est même de notoriété historique que la Banque d'Angleterre, soumise aux règles absurdes de l'Act de 1844, aurait eu à certains moments beaucoup de peine à le maintenir par ses seuls moyens, si les banques continentales et en particulier la Banque de France ne lui avaient prêté leur appui. L'insuffisance des réserves-or de la Banque d'Angleterre a fait comme nous le verrons au chapitre suivant l'objet des plus vives discussions, en Angleterre même, au cours des quinze premières années du xx^e siècle¹.

L'Angleterre a rendu au monde d'assez grands services économiques et financiers pour n'avoir pas besoin de s'attribuer après coup une gloire que personne jusqu'ici ne s'était avisé de lui reconnaître, et pour cause. Car les fluctuations de prix au cours du xix^e siècle et surtout dans le dernier quart de celui-ci n'ont cessé de préoccuper les contemporains. Les chapitres précédents l'ont suffisamment montré. C'est justement l'ampleur de ces fluctuations qui a amené plusieurs

¹ Le livre de Basil Blackett est un témoignage très frappant de l'ébranlement mental que la crise de la livre en 1931 a provoqué chez certains experts anglais. On y lit par exemple que le troc est bien préférable à un régime où la monnaie a une valeur qui lui est propre. On y trouve exprimé l'espoir que le national-socialisme allemand si désireux de s'affranchir de l'« esclavage » de l'or, aidera l'Angleterre dans sa politique de libération à l'égard de ce métal. On y voit préconisé le pur papier-monnaie comme moyen sûr de maintenir le niveau des prix, etc., etc. On y voit surtout le vif désir d'organiser, d'accord avec les Etats-Unis, un système monétaire auquel les autres pays n'auraient ensuite qu'à se soumettre. Et on y découvre, avec un parfait dédain pour toutes les expériences du passé, une totale ignorance des conditions des autres pays. La vieille théorie quantitative, sous sa forme la plus crue, est la seule règle que suive l'auteur dans ses élucubrations. D'ailleurs il faudrait beaucoup de naïveté de la part des autres Etats pour remettre leurs destinées monétaires à Londres. Londres a un magnifique système de banques privées, mais les idées anglaises, en ce qui concerne l'organisation monétaire, n'ont jamais été inspirées que par les besoins immédiats de Londres. Sans remonter loin dans le passé, et renouveler les critiques faites à l'Act de Peel, il suffit de rappeler ce qui s'est passé après la guerre : l'Angleterre s'est trompée quand elle a décidé seule de payer aux Etats-Unis une dette dont l'acquittement bouleversait les relations monétaires des deux pays; elle s'est trompée malgré l'avis de ses meilleurs experts en ramenant en 1925 la livre à la parité d'avant-guerre; elle s'est trompée en attendant jusqu'en 1925 pour stabiliser la livre, et en permettant ainsi à l'or de s'accumuler aux Etats-Unis; elle s'est trompée en croyant à l'insuffisance de l'or dans le monde et en le faisant proclamer par un Comité de la Société des Nations, etc., etc. Ce n'est pas une raison parce que d'autres nations se sont trompées aussi lourdement qu'elle-même dans leur politique monétaire et financière, pour attribuer à l'Angleterre un prix d'infailibilité.

hommes remarquables à rechercher les moyens de stabiliser le niveau des prix. Nous avons à différentes reprises fait allusion à ces recherches. Il nous faut les examiner maintenant d'un peu plus près, car elles constituent un trait distinctif de l'histoire des doctrines monétaires à la fin du *xix*^e et au commencement du *xx*^e siècle. Elles n'ont rencontré d'ailleurs à ce moment ni en Angleterre, ni en France, aucun écho sympathique.

Notons tout d'abord l'ancienneté de ces idées. John Law dénonçait déjà la variabilité de l'étalon-argent. Il concluait à la supériorité du papier-monnaie et s'est chargé de la démontrer par sa célèbre expérience, avec le succès que l'on connaît. Hume, de son côté, suggérerait, mais timidement, une réduction lente et régulière du poids de la monnaie. A la fin du *xviii*^e siècle, dans un livre contemporain de celui d'A. Smith, mais que le succès de ce dernier a rejeté dans l'ombre, Sir James Steuart fait une proposition plus neuve : il préconise un index des prix qui remplacerait l'or comme étalon.

Ricardo a fait de cette proposition, destinée à être si souvent reprise, une critique dont les termes méritent d'être replacés sous les yeux du lecteur. Lui aussi souhaite une stabilité aussi grande que possible de l'étalon monétaire. Lui aussi reconnaît volontiers que celle des métaux précieux laisse à désirer. Elle reste cependant, dit-il, très supérieure à celle des autres marchandises, et il continue :

Pendant les dernières discussions sur la question des lingots, on a soutenu avec raison qu'une monnaie, pour être parfaite, devait avoir une valeur absolument invariable.

Mais on a dit aussi que notre monnaie était devenue telle par suite de la loi sur le cours forcé, que par cette loi nous avons sagement écarté l'or et l'argent comme étalon monétaire et qu'en effet un billet d'une livre ne pouvait pas et ne devait pas représenter une quantité variable d'or, pas plus qu'une quantité variable d'une autre marchandise quelconque.

Cette idée d'une monnaie sans étalon déterminé a été, je crois, émise pour la première fois par Sir James Steuart, mais personne jusqu'ici n'a été capable de fournir une preuve d'après laquelle nous puissions affirmer la constance de la valeur d'une monnaie ainsi constituée. Ceux qui ont soutenu cette opinion n'ont pas compris qu'une telle monnaie au lieu d'être invariable était sujette aux plus grandes variations — que la seule utilité d'un étalon monétaire est de régulariser la quantité et par la quantité la valeur de la monnaie — et que sans un étalon elle serait

exposée à toutes les fluctuations auxquelles l'exposent l'ignorance ou les intérêts des émetteurs.

On a dit que nous pourrions juger de la valeur d'une telle monnaie par le rapport qui l'unit non à une seule, mais à la totalité des marchandises. Si l'on pouvait établir, ce qui est impossible, que les émetteurs de papier-monnaie seraient disposés à régler le montant de leur circulation sur cette base, ils n'auraient aucun moyen de le faire; car lorsque nous voyons que les marchandises varient constamment de valeur, les unes par rapport aux autres, et qu'au moment où ces variations se produisent il est impossible de préciser quelle marchandise a augmenté de valeur et laquelle a diminué, on doit reconnaître qu'une telle base ne serait d'aucune utilité.

Les marchandises en général ne peuvent jamais devenir un étalon pour régulariser la quantité et la valeur de la monnaie; et quoique l'étalon que nous avons adopté, c'est-à-dire l'or et l'argent, ait quelques inconvénients, provenant des variations auxquelles ils sont sujets en tant que marchandises, ces inconvénients sont minimes comparés à ceux que nous aurions à supporter si nous adoptions le plan recommandé.

Lorsque les prix de l'or, de l'argent, et de presque toutes les autres marchandises, montèrent durant les vingt dernières années, au lieu d'attribuer une part quelconque de cette élévation de prix à la chute du papier-monnaie, les défenseurs d'une monnaie abstraite avaient toujours quelque bonne raison sous la main pour expliquer le changement des prix. Les prix de l'or et de l'argent montaient parce que ceux-ci étaient rares et qu'ils étaient très demandés pour faire les frais des immenses armées qu'on était en train de constituer. Les prix de toutes les autres marchandises montaient parce qu'elles étaient imposées directement ou indirectement, ou parce que par suite d'une succession de saisons déplorable et de difficultés d'importation, le blé avait monté de valeur considérablement, ce qui, conformément à leur théorie, doit nécessairement augmenter le prix des marchandises. D'après eux les seuls objets d'une valeur inaltérable étaient les billets de banque, qui étaient pour cette raison éminemment désignés pour mesurer la valeur de toutes les autres marchandises.

Si l'augmentation des prix avait été de 100 pour cent, on aurait également pu nier que la circulation monétaire y fût pour quoi que ce soit, et cette augmentation aurait pu être attribuée aux mêmes causes. Ce raisonnement est certainement de toute sécurité car on ne peut pas prouver le contraire. Quand la valeur relative de deux marchandises varie, il est impossible de dire avec certitude si l'une d'elle augmente ou si l'autre diminue; de sorte que si nous adoptons une monnaie sans étalon, il n'y a pas de limite à la dépréciation qu'elle peut subir. La dépréciation ne pourrait être prouvée, puisqu'on pourrait toujours affirmer que ce sont les marchandises qui ont augmenté de valeur et non la monnaie qui est tombée ¹.

Dans ce passage Ricardo fait déjà les deux objections capitales auxquelles se heurtera toujours un système monétaire basé

¹ RICARDO, *Economics Essays*, éd. Gonner, pp. 161 et suiv.

sur un index des prix : l'une est d'ordre technique, l'autre d'ordre psychologique.

La première est la suivante : comment découvrir, lorsque le taux d'échange de deux marchandises varie, laquelle a haussé, laquelle a baissé de valeur, s'il n'y a pas une marchandise tierce par rapport à laquelle leurs variations peuvent être appréciées? Observation profonde qui s'applique non seulement à l'échange des marchandises les unes vis-à-vis des autres, mais à l'échange des monnaies nationales entre elles. Si le sterling, le franc et le dollar sont trois monnaies de papier, comment savoir, lorsqu'elles varient réciproquement, laquelle a haussé ou baissé, s'il n'y a pas une quatrième monnaie dont les causes de variation ne sont pas purement nationales et par rapport à laquelle on peut apprécier les variations des trois autres? Sans doute on pourrait convenir de considérer soit le sterling, soit le dollar, soit le franc comme une monnaie fixe, servant de point de comparaison aux autres, mais croit-on sérieusement que beaucoup de nations accepteront de prendre une monnaie étrangère comme point de comparaison universel, ce qui signifierait qu'elles consentiront aussi, si elles tiennent à une certaine stabilité de leur propre change, à lier leur économie aux fluctuations de la monnaie d'un autre pays?

La deuxième objection est d'ordre psychologique; Ricardo vient d'assister pendant vingt ans aux discussions sur les variations du sterling-papier vis-à-vis de l'or et cette expérience lui a ouvert les yeux. N'est-il pas évident, étant donné les intérêts en jeu et l'influence prépondérante des groupes avantagés par la hausse des prix, que toute hausse de l'indice sera toujours attribuée aux marchandises et toute baisse à l'insuffisance de monnaie? Il y aura donc toujours de bonnes raisons pour augmenter la quantité de monnaie, mais on n'en trouvera jamais de suffisantes pour la diminuer ou la laisser stationnaire. Ce qui est vrai nationalement le sera plus encore internationalement. Quel sera le pays — au cas où les nations s'entendraient pour fixer un indice international des prix d'après lequel elles régleraient leur monnaie interne, ou d'après lequel le pays chef de file devrait régler la sienne — quel sera, dis-je, le pays qui consentira à provoquer chez lui-même une baisse des prix pour

donner satisfaction à une décision internationale, si son économie doit en souffrir?

Ces remarques de Ricardo restent toujours vraies. Elles suffisent à notre avis à condamner tout système monétaire basé sur autre chose qu'un étalon international réel. Seul un métal précieux dont les fluctuations sont indépendantes des vicissitudes politiques et financières d'une nation déterminée, si forte ou si sage qu'on la suppose, seul un bien représentant comme les autres biens du travail et de l'épargne, et coûtant quelque chose à qui veut l'acquérir, a des chances d'être accepté à la longue comme mesure et réserve des valeurs par l'ensemble des nations indépendantes.

Cent ans après Ricardo, un autre économiste, d'une pénétration d'esprit au moins égale sinon supérieure à celle du grand classique anglais, l'Autrichien Carl Menger, aborde le même problème. Il se demande si l'on peut espérer jamais obtenir une stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie (de ce qu'il appelle sa valeur d'échange externe, « *äusserer Tauschwert* »), et il répond :

Les recherches relatives à ce problème, que l'on a souvent et non sans raison qualifié de quadrature du cercle économique, s'avèrent sans issue. Le problème de l'établissement d'une mesure absolument stable de la valeur d'échange, peut être considéré comme scientifiquement élucidé, et qualifié d'insoluble ¹.

Il en donne aussitôt la raison : vouloir stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie, c'est en réalité vouloir stabiliser la valeur d'échange de tous les produits, puisque le pouvoir d'achat de la monnaie s'établit dans l'échange avec les produits. S'engager à stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie, c'est s'engager à stabiliser les conditions de production et de débouché de l'ensemble des biens et des services. Parler de stabiliser la valeur d'échange de la monnaie, sans s'occuper de stabiliser la production des marchandises, c'est ne rien dire d'intelligible.

Menger admet cependant que l'on pourrait chercher à stabiliser ce qu'il appelle la « valeur interne » de la monnaie, c'est-à-dire les conditions de production du métal monétaire ².

¹ Carl Menger, *Grundsätze*, 2^e éd., 1923, pp. 299 et 300.

² *Ibid.*, pp. 308 et 309.

Cette entreprise n'aurait à ses yeux rien d'utopique, et son succès pourrait entraîner d'heureuses conséquences. Bien entendu elle n'a rien à voir avec une stabilisation du niveau des prix, lequel dépend comme il l'a remarqué des conditions de production des marchandises autant que de celle du métal monétaire. Mais elle aurait pour effet, à ses yeux, de fournir une mesure aussi invariable que possible dans le temps et dans l'espace, pour apprécier les changements de valeur des marchandises.

Malheureusement pour Menger la distinction entre la valeur interne et externe de la monnaie repose elle-même sur une illusion. La valeur de la monnaie dépend non seulement des conditions de sa production, mais aussi de sa *demande*. Il est même étrange qu'un économiste comme Menger, qui a si fortement souligné l'action de la *demande* sur les prix, ait cru que l'on peut distinguer théoriquement une valeur interne et une valeur externe de la monnaie. Peut-être pourrait-on dire cependant, et c'est probablement ce que veut dire Menger, que si l'on pouvait réaliser un rythme régulier de production des métaux précieux, on serait fondé à attribuer à la production des marchandises les grandes variations de prix qui se manifesteraient.

Quoi qu'il en soit nous voyons le problème de la stabilisation du niveau des prix, déclaré, à cent ans de distance, insoluble par les meilleurs esprits et pour des raisons péremptives. Il est malgré cela constamment remis sur le tapis par les économistes toutes les fois qu'un ébranlement brusque des prix vient troubler l'économie internationale.

Comment expliquer cet « éternel retour » de ce qui est visiblement une utopie monétaire? De même que les utopies socialistes reposent sur l'hypothèse de l'infailibilité de l'Etat ou les utopies anarchistes sur l'hypothèse inverse de l'infailibilité et de la bonté de l'individu, alors que dans la réalité la vie des Etats est un constant compromis pour équilibrer les imperfections trop visibles de l'action également nécessaire de l'Etat et des individus, — de même l'utopie de la stabilisation du niveau général des prix repose sur une idée fausse que nous rencontrons dès le ^{xvii}^e et le ^{xviii}^e siècle, et qui, plus ou moins nettement exprimée, inspire beaucoup d'écrits même

classiques, en particulier ceux de Ricardo ou de J.-B. Say. Elle consiste à voir dans la monnaie un *élément extrinsèque à l'économie*, une sorte d'instrument artificiel, utile pour régler les comptes réciproques des individus, mais que l'on pourrait remplacer par n'importe quel mécanisme comptable. *C'est la grande illusion monétaire*. Nous l'avons examinée déjà au début de ce chapitre. En réalité la monnaie est un bien choisi parmi beaucoup d'autres, par une sorte de sélection sociale, et dont la fonction originaire est de parer aux incertitudes de l'avenir. Comme toute compensation de comptes nationaux ou internationaux, si perfectionnée soit-elle, laisse nécessairement des *soldes* à payer et qu'il est impossible de les reporter toujours (ce qui supposerait une confiance qu'on rencontre tout au plus entre des personnes se connaissant de très longue date et n'ayant jamais eu à souffrir de l'insolvabilité de l'une ou de l'autre), ces soldes ne peuvent être liquidés qu'en une richesse réelle¹.

Ceci étant, et la monnaie devant être nécessairement un bien ayant une valeur (fût-ce du papier-monnaie), elle participe des variations de valeur qui caractérisent tous les biens, elle est soumise aux aléas de la richesse sous toutes ses formes, et elle exerce à son tour comme tout autre bien son influence sur le niveau des prix. Aucune combinaison monétaire, si ingénieuse soit-elle, ne pourra réaliser l'immobilité des conditions économiques que suppose la stabilité du niveau des prix.

A vrai dire la plupart des auteurs de plans de stabilisation ne se font pas d'illusion sur leur durée et se contenteraient de *réduire l'ampleur* des fluctuations de prix lorsqu'elles dé-

¹ Cela est d'abord vrai en ce qui concerne les soldes des comptes internationaux, parce qu'on n'a pas encore réussi à persuader chaque nation que la monnaie des autres nations, quand elle consiste en un simple papier, soit un bien stable, à l'abri des fantaisies financières ou politiques de leurs gouvernements. (Pas plus que les nations n'arrivent à se persuader réciproquement que les armées des autres aient un but exclusivement défensif, persuasion qui, cependant, si on pouvait l'insuffler à tous, résoudrait le problème de la paix.) Cela est également vrai des soldes de comptes purement nationaux. Chaque individu, en effet a besoin de réserves pour l'avenir (réserves dont le montant varie avec les mouvements des prix et avec la sécurité politique plus ou moins grande, et qui peuvent du reste être détenues matériellement par d'autres que lui-même). Or il n'y a pas de pays où la confiance dans la politique gouvernementale ou dans la bonne administration des finances soit telle que personne puisse se contenter exclusivement pour ses réserves de titres juridiques dont la valeur de réalisation dépende exclusivement de cette administration.

passent un certain niveau. Les plans de ce genre peuvent se classer en deux grandes catégories : a) ceux qui proposent l'établissement d'un pur papier-monnaie; b) ceux qui continuent à désirer le maintien de la monnaie métallique, mais souhaitent en adapter le volume aux changements des circonstances.

Le mécanisme auquel on a recours est toujours le même : c'est l'accroissement ou la diminution de la quantité de monnaie. C'est toujours la vieille théorie quantitative, sous sa forme généralement la plus crue et la plus simplifiée, à laquelle les novateurs font appel.

Les plans qui suggèrent l'établissement d'un papier-monnaie renoncent par là même à une monnaie internationale. Ils se placent purement et simplement sur le terrain du nationalisme monétaire. L'Etat ou la banque d'émission augmenterait ou diminuerait la quantité de monnaie suivant qu'un indice des prix, composé d'après des règles que l'on reconnaît d'ailleurs difficiles à préciser, et basé sur un choix de denrées très délicat à établir, baisserait ou monterait. Ce sont les caractères principaux du projet présenté par Sir Basil Blackett dans son ouvrage intitulé *Planned Money*.

Tout plan de ce genre suppose résolues un certain nombre de questions qu'il faut mentionner ici parce qu'elles sont essentielles et touchent aux éléments fondamentaux de tout système monétaire. Aucun projet de monnaie dirigée ne peut se dispenser d'y répondre.

a) Quelles seront les relations d'un système de ce genre avec les niveaux de prix étrangers? En général les auteurs de ces plans commencent leur exposé en montrant qu'un régime de papier-monnaie peut très bien fonctionner dans un système national fermé. C'est un peu comme si l'on apprenait à quelqu'un à jouer aux échecs en partant de l'hypothèse qu'il n'a pas d'adversaire ou comme si un professeur de stratégie militaire faisait, dans une première approximation, abstraction de l'armée adverse. Car il n'y a pas jusqu'à présent d'économie fermée et il est invraisemblable, à notre avis, qu'il en existe à l'avenir. Or les relations avec les pays étrangers comportent l'influence des prix des denrées étrangères sur le niveau national des prix, et cette influence est variable avec le cours

des changes. Comment assurera-t-on la fixité au moins relative de ce cours, sans monnaie internationale? Personne jusqu'ici n'a pu le dire.

b) Même en supposant cette difficulté résolue, il en est une seconde. Tout le monde admet que le niveau intérieur des prix dépend non seulement de la quantité de la monnaie, mais encore de sa vitesse de circulation. Comment réglera-t-on celle-ci? Il ne s'agit pas seulement de la quantité de crédit à fournir par les banques, il s'agit également de la vitesse avec laquelle les particuliers font circuler à la fois la monnaie et les instruments de crédit. Personne jusqu'ici n'a suggéré une méthode pour la contrôler.

c) Enfin même en supposant résolues les deux difficultés précédentes, il resterait encore un dernier problème, auquel nous avons déjà fait allusion dans un précédent chapitre, et que M. Cassel a très clairement posé. La stabilité des prix autant que leur instabilité crée des inégalités entre les citoyens d'un même pays. Si les prix restent stables alors que les produits augmentent en quantité, l'avantage de l'accroissement de production passera entièrement aux producteurs, et les consommateurs n'en bénéficieront pas. C'est le principe même de la stabilité et ses effets bienfaisants qui est ici mis en cause. M. Cassel, nous l'avons dit, ne prend pas parti à cet égard. M. Blackett se décide sans hésiter pour le maintien des prix au bénéfice des producteurs. Mais cette fixité (qui évidemment ne peut être obtenue que par un accroissement de la quantité de monnaie, correspondant à l'accroissement de la production) est-elle compatible avec une organisation rationnelle de la production, et le progrès des méthodes de fabrication? Autant de questions auxquelles les partisans de la stabilisation des prix par le papier-monnaie n'ont jamais répondu jusqu'ici.

Un autre groupe d'écrivains, partant du désir de conserver la monnaie métallique, se demande quelles mesures on devra prendre dans les cas où la production des métaux précieux deviendrait soit insuffisante, soit au contraire trop abondante. De ce nombre sont Wicksell, Fisher, Flux. Le problème qu'ils se posent est différent de celui de la stabilisation des prix. Il

s'agit plutôt des moyens de contrebalancer des mouvements trop violents dus à la production insuffisante ou surabondante de l'or.

Wicksell a consacré à cette recherche les dernières pages de ses *Vorlesungen*. On sait qu'il préconise comme moyen essentiel d'influer sur le niveau des prix le maniement du taux de l'escompte. Mais nous avons vu que ce maniement devrait être, dans sa pensée, accompagné d'une création monétaire correspondante. Or si justement la production d'or ne suffit pas pour remplir les vides que la hausse désirée des prix doit entraîner dans la circulation, il faudra en venir à la création de papier-monnaie, ce qui nous fait retomber dans les systèmes précédemment examinés. Il est un autre moyen que les Etats ont préféré adopter au cours des dernières années, c'est celui que l'Angleterre a fait sien depuis 1931, et les Etats-Unis en 1933. C'est la vieille méthode de l'ancien régime français : la dévaluation monétaire. Elle consiste en une brusque adaptation du niveau des prix par réduction du poids de l'unité monétaire à la valeur d'échange de l'or, sans diminution du montant des revenus nominaux. Elle aboutit à réduire l'évaluation en or de la somme des instruments monétaires en circulation. Nous avons exposé dans un chapitre précédent comment cette méthode rend à la production d'or une possibilité d'action sur les prix que le poids trop élevé de l'unité monétaire lui faisait perdre. Seulement dans les circonstances où elle s'est produite après 1930, la baisse brusque et prolongée des prix n'était pas due, nous le savons, et quoique des économistes réputés l'aient répété à tous les échos, à l'insuffisance d'or. Elle était le simple contre-coup de la hausse antérieure due à l'émission généralisée du papier-monnaie. La dévaluation, au moins en Angleterre et aux Etats-Unis, n'a fait que consacrer après coup et beaucoup trop tard la diminution de valeur de l'unité monétaire due à l'endettement de la guerre.

Mais Wicksell se préoccupe également de l'hypothèse inverse, celle même qui est en train de se réaliser au moment où il écrit : l'hypothèse d'une forte hausse des prix due à un afflux inattendu d'or. Pour parer à ses inconvénients Wicksell envisage un seul moyen : la suspension de la frappe libre de l'or, et la limitation de cette frappe à un montant déterminé

dans chaque pays. Il ne se dissimule pas qu'il s'agit là aussi d'une nationalisation de tous les systèmes monétaires, puisque l'or, n'ayant plus un prix fixe dans chaque pays, sera importé et exporté comme une marchandise ordinaire à des prix variables et qu'ainsi disparaîtront les limites fixes mises aux variations des monnaies d'or les unes par rapport aux autres sur le marché des changes. Il reconnaît que l'abandon d'un étalon international a de grands inconvénients, mais c'est la rançon inévitable d'un système de stabilisation des prix.

On ne peut s'empêcher, à la lecture de ces suggestions, de faire les réflexions suivantes :

1^o La facilité avec laquelle les écrivains que nous citons ici envisagent soit le retour au papier-monnaie, soit la disparition de l'étalon monétaire international, l'or, est vraiment déconcertante. Elle l'était avant la guerre mondiale, elle l'est plus encore depuis que nous avons fait l'amère expérience d'un régime semblable. Il ne se demandent pas si une stabilité des prix obtenue au prix d'un abandon de l'étalon international, même si elle était possible (ce que nous ne croyons pas, parce que la stabilité des changes est une condition de la stabilité des prix), vaudrait encore la peine d'être recherchée. L'insécurité que cet abandon entraînerait pour toutes les relations internationales compenserait et au delà la stabilité interne, d'ailleurs très relative, que l'on espère obtenir.

2^o Ces auteurs oublient également que l'augmentation de la production de l'or, si elle a l'inconvénient de faire hausser les prix, a, d'autre part, l'avantage, comme Tooke l'avait déjà remarqué, et comme les expériences de la période 1895 à 1914 l'ont démontré, *de consolider la situation monétaire et financière des Etats à un degré remarquable*. Elle est de plus singulièrement favorable à l'expansion des relations commerciales. Dans les circonstances actuelles du monde, où l'étalon-or a disparu de beaucoup d'Etat et n'est pas encore introduit dans beaucoup d'autres, il ne serait pas difficile de créer une demande d'or suffisante pour atténuer la hausse redoutée des prix. Entre les effets sur les prix produits par l'abondance d'or, et les mêmes effets produits par le papier-monnaie, il ne faut pas se lasser de le répéter avec Newmarch, il n'y a aucune

comparaison. Faut-il rappeler que jamais les crises n'ont été plus courtes que pendant la période 1895 à 1914? Faut-il rappeler que la production d'or ne s'arrête pas brusquement comme la création du papier-monnaie, et qu'ainsi les effets d'une baisse des prix due à la diminution de l'or sont très atténués, de même que les inconvénients de la hausse sont compensés par des avantages incontestables?

3° Ces auteurs enfin paraissent oublier que dans les conditions actuelles de la technique minière la baisse du niveau des prix favorise la production de l'or et qu'inversement la hausse de ce niveau tend à la ralentir. Un mouvement compensateur tend donc à adapter la production de l'or aux besoins. Nous venons, au cours des dernières années, de le constater.

On a proposé encore, pour éviter les inconvénients d'une hausse trop rapide des prix-or, soit un contrôle de la production — ce qui aurait au moins l'avantage de permettre dans chaque pays le maintien de la frappe libre, — soit une augmentation du poids représenté par les unités monétaires. C'est la fameuse proposition du « dollar compensé » faite par Irving Fisher. Wicksell la combat, et reste sceptique sur ses effets. Pourqu'elle pût être appliquée avec quelque chance de réussite il faudrait en tout cas deux conditions : 1° que la mesure fût prise internationalement; 2° que l'on pût se mettre d'accord sur le *montant* nécessaire dont il faudrait renforcer le poids des monnaies pour correspondre à la hausse prévue. Deux conditions difficiles à réaliser.

Il faut aux ecclésiastiques qui formulent des plans de ce genre une singulière confiance en eux et un singulier mépris des risques qu'entraînerait leur mise en pratique. Ils ont l'air d'oublier que le grand perturbateur des systèmes monétaires a toujours été l'homme lui-même. Les guerres, les révolutions, les crises sont à l'origine des perturbations auxquelles ensuite les gouvernements et les économistes cherchent des remèdes avec un zèle touchant. S'il est un domaine où les prévisions humaines se soient montrées fragiles c'est bien le domaine monétaire. L'idée qu'en nationalisant les monnaies on se rapprochera de la stabilité internationale des prix est la dernière des utopies monétaires. Elle est conforme à la tendance du

siècle. Elle est à notre avis la forme la plus dangereuse du nationalisme économique, celle qui tient en réserve pour la plupart des Etats qui l'adopteront les tyrannies les plus insupportables ^{1 2}.

¹ Le livre d'Irving FISHER, *Stable Money* (New-York, 1934), fournit la bibliographie la plus complète des projets de stabilisation monétaire et l'analyse de leurs caractères essentiels. Il est extrêmement instructif. La Compagnie Kardex, fondée en partie par Irving Fisher, émit d'abord des obligations dont l'intérêt et le remboursement devaient fluctuer avec l'indice des prix. Mais elle les remplaça peu après par des obligations-or « to gain a wider market than was possible for an unfamiliar form of security » (p. 112). L'auteur (p. 396) est favorable à des stabilisations locales (Suède, Etats-Unis et Empire britannique) après quoi « le problème secondaire des changes étrangers se résoudra de lui-même ». Nous ne partageons pas cette confiance. Il paraît inévitable que l'on soit amené, pour résoudre ce dernier problème, à recourir à des règlements restrictifs du commerce extérieur et des mouvements de capitaux, si l'on veut stabiliser les changes entre pays dont le niveau des prix aurait été préalablement stabilisé sur la base d'une monnaie dirigée.

² Disons ici quelques mots d'un courant d'idées peu connu, mais très intéressant qui, à la suite de l'économiste allemand Eugène Dühring vise à revenir à un système métallique parfaitement libre. Pour Dühring, le papier-monnaie est une « Raubwährung », une « monnaie de brigandage ». Même la monnaie métallique devrait être dénommée d'après son poids et non d'après une unité monétaire spéciale. Il a exposé ces idées dans son cours d'Economie politique et dans la revue rédigée presque exclusivement par lui-même et portant pour titre : *Personalist und Emancipator*. C'est en se réclamant de lui qu'un Autrichien éminent, le Dr Herman Schwartzwald, a demandé dans des articles récents le retour à « l'étalon parallèle » où l'or et l'argent seraient également utilisés, mais chacun pour sa valeur métallique réelle, et sans rapport légal fixe. Cf. son remarquable article *Das Silber und das Dühringsche Gewichtsgeld* dans les *Sendbogen*, revue de propagande des idées de Dühring (juillet 1937). Le directeur de la Banque des Règlements internationaux, enlevé prématurément par un accident tragique, Pierre Quesnay, a fait de grands efforts pour introduire le gramme-or comme unité monétaire dans les transactions de la B.R.I. Beaucoup d'esprits distingués se rendent compte du formidable danger que représentent pour l'avenir monétaire du monde les notions nées de la prépondérance pendant la guerre du régime du papier-monnaie, source de trouble non seulement pour l'économie mais pour l'équilibre intellectuel de beaucoup d'économistes.

CHAPITRE IX

THÉORIES RELATIVES AUX BANQUES CENTRALES D'ÉMISSION

- § I. Thornton, premier théoricien de la banque centrale. Idées de Mollien sur ce sujet. — § II. Triomphe du monopole et formation de la doctrine classique des fonctions d'une banque d'émission de 1825 à 1864. — § III. La banque d'émission, réserve d'or suprême du pays. De Bagehot à la création des Banques fédérales de Réserve des Etats-Unis. — § IV. Les banques d'émission et la stabilisation des prix.

Les banques centrales d'émission ont pris dans la dernière partie du ^{xix}^e siècle une si grande importance comme point d'appui des grands marchés monétaires que nous pouvons difficilement nous représenter une époque où elles n'existaient pas.

Cependant, à la fin du ^{xviii}^e siècle, au moment où se formulent les premières théories du crédit, on ne connaît encore qu'une banque d'émission jouant le rôle de banque centrale au sens que nous donnons aujourd'hui à ce terme : c'est la Banque d'Angleterre. Seule l'Angleterre possède à ce moment un véritable marché monétaire qui est Londres. Les banques provinciales d'émission, si importantes soient-elles, sont toutes plus ou moins dans la dépendance de Londres. La Banque de dépôts d'Amsterdam n'est en rien comparable à la Banque d'Angleterre. Quant à la France, malgré le rôle centralisateur de Paris et l'usage de la traite sur Paris comme instrument général de compensation et de paiement, l'émission du billet de banque est limitée à deux ou trois banques parisiennes de rôle tout à fait secondaire.

C'est au cours du ^{xix}^e siècle que les banques centrales d'émission, et par suite, les doctrines relatives au rôle et à l'action de ces banques ont véritablement pris naissance. La

Banque de France, avec sa grande réserve métallique, et l'abondance croissante des capitaux français font de la France, entre 1850 et 1870, le deuxième marché monétaire et financier du monde. Les autres marchés monétaires continentaux sont ou trop petits ou situés dans des pays politiquement trop morcelés pour jouer un rôle comparable à celui de Londres ou de Paris. Aux Etats-Unis, le système monétaire et bancaire, malgré la prépondérance financière croissante de New York, reste fragmenté et le billet de banque n'y joue qu'un rôle de second plan. La centralisation boursière y précède la centralisation monétaire. C'est donc en Angleterre et en France que se forme peu à peu un corps de doctrines classiques sur les banques centrales d'émission. Il ne faut pas négliger cependant les discussions intéressantes qui se déroulent dans la même période en Hollande et en Belgique.

A partir de 1871, un nouveau et important marché monétaire naît en Europe : celui de Berlin. La Reischbank prend tout de suite parmi les banques centrales européennes une place de premier plan. Ensuite s'établissent peu à peu ou se développent en Autriche, en Italie, en Suisse, dans les pays scandinaves, enfin en Russie, après le retour à l'étalon d'or, des banques centrales dont le rôle se rapproche beaucoup de celui des Banques de France et d'Angleterre. Leur création et leur fonctionnement donnent naturellement lieu à d'importantes discussions doctrinales dans les Parlements et dans les livres. Les obligations et le rôle de ces banques dans l'économie nationale sont l'objet de la part du public et des hommes d'Etat d'un intérêt de plus en plus attentif et de publications de plus en plus nombreuses.

Quand, après la grande crise de 1907, les Etats-Unis s'orientent à leur tour vers la création d'une banque centrale (ou plus exactement de 12 grandes banques centrales, soumises à une direction unifiée), un élan nouveau est donné aux discussions. Le principe de l'unification des grands marchés monétaires nationaux par l'unification de l'émission des billets devient une sorte de vérité première de la politique monétaire.

Comme de juste, la guerre, avec les nécessités monétaires qu'elle comporte et la concentration des ressources nationales qui en est la conséquence immédiate, a accéléré l'évolution en

faveur de la fondation des banques centrales, considérées moins comme institutions de crédit que comme instruments des finances des Etats. Depuis 1918, de nouvelles banques se sont créées. Les banques anciennes ont vu leur rôle et leur influence grandir. L'opinion tend même à leur prêter des moyens d'action très supérieurs à ceux dont elles disposent réellement. Et l'on a vu se dessiner de la part de certaines de ces banques des tentatives de prédominance internationale qui ne vont pas sans inquiéter les pays soucieux de leur indépendance monétaire.

Toute cette activité dont il est souvent difficile de saisir les vrais mobiles et les modes d'intervention (c'est pourquoi le grand public la croit mystérieuse alors qu'elle est au fond assez simple) a donné lieu à une littérature si abondante que dans ce domaine plus que jamais l'historien des idées doit se limiter à quelques écrivains essentiels et à quelques courants fondamentaux.

La conception du rôle centralisateur de la Banque d'émission considérée comme banque « nationale » se trouve déjà tout entière chez Henry Thornton dans son livre de 1802. La supériorité de ses vues sur les conceptions de Ricardo est éclatante. Dès ce moment Thornton pose et résout en partie toutes les questions qui font encore aujourd'hui l'objet des soucis quotidiens d'une banque d'émission. Il a, ainsi que Tooke, conçu ces problèmes avec une largeur d'esprit et un sens pratique bien supérieurs à la rigueur systématique que Ricardo applique à leur solution.

Une fois terminées les guerres napoléoniennes, l'Angleterre comme la France possède en réalité une banque centrale qui, dès lors, remplit toutes les fonctions dévolues à une banque de cette sorte. Ces fonctions résultent beaucoup moins d'un plan arrêté que d'une évolution organique en germe dans le monopole d'émission confié à une banque située au centre le plus actif des affaires. Il y a d'ailleurs entre les méthodes de la Banque d'Angleterre et celles de la Banque de France des différences profondes, la première manifestant une volonté d'intervention et une initiative plus marquées que la seconde. Les grandes enquêtes parlementaires anglaises précédant les renouvellement successifs du privilège de la Banque d'Angleterre, ainsi que la grande enquête de 1864 en France, sont l'occasion

de formuler ou de « doctriner », comme on dit aujourd'hui, les pratiques que les faits avaient peu à peu imposées aux banques centrales. Il se forme ainsi une théorie que l'on pourrait appeler « classique » des Banques centrales et qui peut se résumer dans la formule : « La banque centrale d'émission est la banque des banques. »

A partir de 1871, devant l'acuité prise par les crises financières et monétaires (celle de 1866, occasion du grand livre de Bagehot, a été comme le signal avertisseur des difficultés d'une longue dépression), devant l'extension rapide des grandes banques de dépôts en Angleterre et des sociétés de crédit en France (à travers lesquelles les encaisses disponibles du public sont offertes sur le marché au lieu de rester dispersées dans les caisses privées), la nécessité de fortifier les réserves métalliques des grandes banques centrales apparaît de plus en plus impérieuse. Il s'agit autant d'atténuer les trop fréquentes variations du taux de l'escompte que d'assurer à chaque instant la convertibilité en monnaie internationale non plus seulement du billet de banque mais de l'ensemble des crédits circulants du pays. De Bagehot à Hartley Withers on assiste à un effort continu pour faire pénétrer dans tous les milieux la notion d'une Banque centrale consciente de ses responsabilités de réserve métallique suprême de chaque pays. Cette conception trouve son achèvement dans la création des Banques fédérales de Réserve des Etats-Unis, dont le nom nouveau indique suffisamment le caractère. Paul Warburg, à la fois praticien et théoricien de la banque, a le mérite d'avoir formulé, aux Etats-Unis, les principes d'une banque de ce genre avec une incomparable clarté.

Après la guerre, on assiste à une nouvelle évolution des idées. Les banques d'émission ont cessé, au cours des hostilités, d'être des établissements de crédit pour devenir les fournisseurs de papier-monnaie de l'Etat. Quand est survenue alors la crise mondiale, inévitable après les orgies des « monnaies de nécessité », comme aurait dit Galiani, certains esprits méconnaissant les vraies origines de la crise et s'exagérant l'action du crédit sur les prix ainsi que les possibilités d'entente internationale, ont demandé aux banques centrales de remplir un rôle nouveau en assumant le contrôle du niveau mondial des

prix. Ces écrivains et ces praticiens sont généralement les mêmes qui, par une curieuse contradiction, préconisent le retour des grands pays au papier-monnaie comme étant plus facilement « dirigeable » et l'abandon de la seule monnaie internationale connue jusqu'ici, l'or. En réalité, ce mouvement d'idées coïncide avec les tendances au nationalisme économique de beaucoup d'Etats. Car les banques centrales d'émission, par la concentration des réserves monétaires à laquelle leur fonctionnement aboutit normalement, sont devenues des instruments puissants de nationalisme monétaire, si on veut les utiliser dans ce sens.

Ces conceptions successives du rôle des banques d'émission font l'objet des pages qui suivent.

§ 1. — Thornton, premier théoricien de la banque centrale

Adam Smith a décrit le fonctionnement de la Banque d'Angleterre comme celui d'une banque d'émission ordinaire. Il ne fait nulle part allusion à son rôle de banque centrale servant de pivot à l'ensemble du marché monétaire anglais. La récente Encyclopédie américaine des sciences sociales ne qui existe dans la littérature économique anglaise, où elle devait être suivie de celles restées célèbres de Bagehot et de Withers, c'est Henry Thornton qui l'a faite. L'oubli dans lequel son livre est tombé ne s'explique que par la prépondérance usurpée des idées de Ricardo après les guerres napoléoniennes. La récente encyclopédie américaine des sciences sociales ne mentionne pas son nom. Cependant son influence dans la rédaction du *Bullion Report* a été dominante et sa personnalité ne manquait pas d'originalité. Membre du Parlement depuis 1783 jusqu'à sa mort en 1815, administrateur de la Banque d'Angleterre, il avait suivi de près la politique de celle-ci; homme d'affaires en même temps que philanthrope (il s'est associé à la campagne de Wilberforce contre l'esclavage) et auteur d'ouvrages de dévotion, il faisait partie de ce petit groupe d'économistes qui se réunissaient autour de William Pitt et qui ont exercé sur la vie politique anglaise du premier quart du XIX^e siècle une influence si considérable. Partisan d'un

impôt progressif sur le revenu, il payait ses contributions non pas au taux légal de l'income tax, mais suivant une échelle supérieure fixée par lui-même et plus conforme à ce qu'il estimait l'équité fiscale.

Thornton a assisté à deux grandes crises bancaires en Angleterre, celle de 1793 et celle de 1797, cette dernière devant aboutir à la suspension des paiements en espèces. Or dans les deux cas, la crise s'est traduite non point par une ruée sur les banques provinciales pour avoir de l'or mais par une demande intense par ces banques de billets de la Banque d'Angleterre. Loin qu'une restriction de crédit comme le prescrivait A. Smith ait résolu la crise, c'est au contraire une facilité supplémentaire d'émission qui seule a pu y mettre fin en 1793¹. Quatre ans après, en 1797, la panique prit de telles proportions qu'il fallut recourir au cours forcé plutôt que d'opérer une contraction des avances qui eût précipité les faillites et provoqué une débâcle commerciale.

Voici donc deux cas où la thèse bien connue d'A. Smith, d'après laquelle une demande de remboursement des billets est la preuve certaine d'une émission exagérée de ceux-ci s'est trouvée en défaut. Ce qu'il fallait pour apaiser le marché et éviter une catastrophe, ce qu'exigeait la thésaurisation accrue des billets de la Banque d'Angleterre, c'était au contraire un supplément d'émission pour remplacer les billets thésaurisés. D'où vient cette contradiction entre les faits et la théorie?

¹ Cette dernière crise avait éclaté immédiatement après le début de la guerre avec la France; elle s'était manifestée par la suspension des paiements d'un grand nombre de banques, en particulier à Newcastle. La Banque d'Angleterre avait réagi à ces événements en restreignant ses émissions, laissant sans secours l'économie en péril. Devant cette restriction du crédit, une certaine thésaurisation des billets de la Banque d'Angleterre se produisit (cf. Thornton, pp. 48 et 49). Le gouvernement, après une réunion des banquiers de la Cité, décida de remédier à cette insuffisance d'instruments monétaires en créant des bons de l'Echiquier pour cinq millions de livres sterling, qui seraient remis aux négociants contre gages de marchandises. Ces bons pouvaient être soit vendus par les bénéficiaires, soit employés comme moyen de crédit auprès de la banque elle-même. « La seule attente d'une offre de bons de l'Echiquier, écrit Thornton, c'est-à-dire d'un article que presque chaque négociant pouvait obtenir et dont chacun savait qu'ils pouvaient être vendus, c'est-à-dire transformés en guinées, créa l'impression d'une solvabilité générale. Cette attente guérit tout d'abord la détresse de Londres et diminua ensuite la demande de guinées provenant de la province grâce à la ponctualité rétablie dans les paiements de Londres, et la confiance universelle qui en résulta. » (Thornton, p. 50-51.) En fait la panique s'apaisa sans que la moitié de l'émission autorisée eût été effectivement réalisée.

C'est que la Banque d'Angleterre n'est pas une banque comme les autres. Elle est une banque « publique », une banque « nationale » comme Thornton le répète à plusieurs reprises ¹, ce qui permet de le considérer comme l'inventeur de ce terme. C'est sur la banque nationale que s'appuient les banques privées. C'est son billet et non de l'or que ces dernières demandent en cas de difficultés, car ce billet équivaut à l'or. Une telle situation crée à la banque nationale des obligations différentes de celles des banques ordinaires. Ainsi se pose pour la première fois dans toute son ampleur le problème classique devant lequel les crises placent les banques centrales d'émission de toutes les époques : dans quelle mesure faut-il restreindre le crédit pour protéger leur encaisse, dans quelle mesure faut-il l'étendre pour sauver une place financière menacée par la panique ?

Mais quels sont les caractères d'une banque « publique » ou « nationale » et en quoi se distingue-t-elle des autres banques d'émission privées ? En ce qu'elle devient normalement et par une évolution naturelle le réservoir d'or du pays, répond Thornton, mettant en lumière pour la première fois ce trait capital des pays à banque centrale :

L'établissement d'une grande banque publique a une tendance à promouvoir l'institution des banques privées. La banque publique, obligée de se fournir elle-même de monnaie pour ses propres paiements, devient un réservoir d'or auquel les banques privées peuvent avoir recours pour pourvoir à leurs propres besoins, sans difficultés, sans dépenses et sans délai ².

Ce caractère spécial de la Banque d'Angleterre, dont Smith inspiré par le spectacle des banques écossaises n'a jamais parlé et qui d'ailleurs n'était probablement pas aussi marqué au moment où il publiait son grand livre, c'est le mérite essentiel de Thornton de l'avoir mis en relief et d'en avoir aussitôt montré les conséquences pour toute l'organisation du crédit. Deux de ces conséquences sont particulièrement importantes :

1° Le billet de la banque centrale tient lieu d'or. En cas de besoin ou de panique, c'est son billet qui est recherché. Il joue entre les grands négociants de Londres le même rôle que la monnaie métallique pour les petites gens : s'ils sont inquiets, s'ils ont peur de manquer d'argent liquide pour leurs

¹ Cf. en particulier les pages 93, 146 et 174.

² P. 38.

échéances, c'est le billet qu'ils thésaurisent, de même que les petites gens thésaurisent les espèces. Ce phénomène, on a pu le constater lors des deux paniques de 1793 et de 1797. Il a suffi alors de rassurer les grands en leur fournissant un moyen de se procurer des billets de banque pour que la panique s'évanouisse. Ainsi en satisfaisant les besoins de billets, on a calmé les besoins d'espèces.

Il est utile de remarquer que, puisque les faillites survenues ont engendré une extraordinaire demande de guinées, ce ne fut aucunement une fourniture d'or qui remédia à la situation. Cette crainte de ne pas pouvoir obtenir des guinées, qui se répandit dans le pays, aboutit à une demande extraordinaire de billets de banque à Londres; et c'est le manque de billets de banque à Londres qui devint, au bout de quelque temps, le mal principal ¹.

Le même phénomène s'est reproduit en 1797. Thornton note d'ailleurs que le montant des billets en circulation à Londres ne dépasse jamais ce qui est strictement nécessaire au commerce, tant est considérable l'économie que le temps et l'expérience ont introduit dans les moyens de paiement. Ainsi toute réduction de ces billets, loin de rétablir les choses, risque de créer des difficultés, aggrave la crise et pousse à la thésaurisation d'or au lieu de l'arrêter.

Une réduction de ces billets qui semblerait modérée à ceux qui n'ont pas réfléchi à ce sujet, une diminution par exemple d'un tiers ou de deux cinquièmes, pourrait être suffisante pour produire à Londres une insolvabilité générale, dont l'effet serait l'arrêt de la confiance, la désorganisation du commerce et le ralentissement des usines dans tout le pays. L'or, dans ce cas, serait sûrement thésaurisé par suite de la consternation générale, et il ne reparaitrait probablement que lorsque la confiance serait rétablie par l'émission d'une quantité nouvelle de papier, ou de quelque nouveau papier-monnaie ².

2° Une deuxième conséquence de l'institution d'une banque d'émission « publique » ou « nationale » c'est que les banques privées, au lieu de conserver par devers elles leur propre encaisse or, comptent sur celle de la Banque d'Angleterre et se bornent dorénavant à conserver en caisse soit des traites sur Londres, soit des billets de la Banque d'Angleterre. Les banques privées d'émission n'agissaient pas alors autre-

¹ THORNTON, p. 48.

² *Ibid.*, p. 72.

ment que les sociétés de dépôts d'aujourd'hui. Elles se fiaient à la banque centrale pour assurer leur solvabilité immédiate. Adam Smith s'est trompé, fait remarquer Thornton, en croyant que les banquiers privés conservent leur propre encaisse-or. Ils se bornent à s'assurer des avoirs à Londres sur lesquels ils peuvent tirer en cas de besoin.

En fait le banquier de province, en cas « d'alarme », transforme une partie de ses effets gouvernementaux, de ses lettres de change et des autres avoirs qu'il a à Londres en billets de la Banque d'Angleterre, et ces billets en espèces. C'est par ce procédé qu'il rembourse à la fois ses propres billets en circulation et qu'il accroit du même coup l'encaisse or qu'il a dans ses coffres. La Banque d'Angleterre a donc à faire face à ces besoins occasionnels des banques de province. Dans ce but, elle doit conserver d'abord une quantité d'or égale à celle des billets qui peuvent lui être présentés, mais aussi une quantité suffisante pour répondre aux demandes extraordinaires qui peuvent lui être faites en cas de panique, soit par les banques, soit par les particuliers. Le banquier de province ne supporte donc nullement sa propre charge, tandis que la Banque d'Angleterre doit porter une charge qui n'est pas la sienne et dont il est difficile de croire qu'elle la supporte de très bon cœur ¹.

Ainsi, Londres est devenu le centre des paiements de l'Angleterre tout entière, et l'instrument de paiement à Londres, c'est le billet de la Banque d'Angleterre. Bien plus, *Londres est devenu le centre où se règlent tous les paiements dus par le continent à l'Angleterre*. Thornton nous présente déjà la place de Londres comme jouant ce rôle de Clearing House du monde entier que tant d'autres écrivains ont décrit au cours du XIX^e siècle et qui constitue encore aujourd'hui sa caractéristique essentielle.

Des traites sont tirées sur Londres de toutes les parties du royaume, et des remises sont envoyées à la métropole pour y faire face, tandis que Londres ne tire aucune traite ou presque aucune, sur le pays. Londres est sous ce rapport, à l'égard de l'île entière, dans une certaine mesure, ce que le centre d'une ville est à l'égard des faubourgs. Les négociants peuvent habiter dans les faubourgs, et y emmagasiner beaucoup de marchandises, et ils peuvent faire face chez eux à divers paiements peu importants, tandis que leur compte principal est avec le banquier qui fixe sa résidence parmi les autres banquiers, au cœur de la cité.

Londres est aussi devenue, en particulier ces derniers temps, la métropole commerciale de l'Europe, et en réalité du monde entier; les tirages étrangers, sur des négociants vivant dans les ports étrangers et dans d'autres villes commerçantes et y faisant des affaires, étant

¹ THORNTON, p. 173.

presque sans exception payables à Londres. La métropole, en outre, par l'extension de son propre commerce et l'importance de sa richesse et de sa population, a d'immenses recettes et paiements pour son propre compte; et le fait qu'elle soit le siège du gouvernement et l'endroit où le coupon de la dette est payé augmente encore ses transactions pécuniaires.

Tout le crédit commercial de la Grande-Bretagne dépend essentiellement de la ponctualité avec laquelle les paiements habituels de Londres sont effectués. Les paiements de Londres les plus importants sont effectués exclusivement au moyen des billets de la Banque d'Angleterre, car la supériorité de son crédit est telle que par une entente entre les banquiers, dont la manière d'agir en ces matières règle presque toujours celle des autres personnes, aucun billet d'une banque privée ne sera admis comme moyen de paiement à Londres ¹.

Notons en passant que le billet de la Banque d'Angleterre n'est déjà plus à cette époque le seul instrument de cette liquidation générale des dettes et des créances anglaises ou continentales qui s'effectue sur la place de Londres. Dès ce moment, les banquiers ont organisé entre eux (probablement sur le modèle fourni par les banquiers hollandais) ce Clearing House, dont le mécanisme devait se développer si rapidement depuis, dont Jevons, soixante ans plus tard, fera la description classique, et sur le modèle duquel se sont créées dans l'Europe entière et en Amérique les Chambres de compensation. Le passage vaut d'être cité.

La méthode suivante, qui prévaut maintenant dans la Cité à Londres, peut démontrer la force du désir de ceux qui n'émettent pas de billets de banque, de restreindre l'usage à la fois du papier et des guinées. Chacun de ces banquiers a pris l'habitude d'envoyer un commis, à une heure convenue de l'après-midi, dans un local destiné à cet usage. Chaque commis échange là les traites sur d'autres banquiers reçues par sa propre banque, contre des traites sur sa propre banque reçues par les autres banquiers. Les soldes des divers banquiers sont ainsi transférés de l'un à l'autre dans le même local, d'une manière qu'il est inutile d'expliquer en détail, et les divers soldes sont finalement réunis par chaque commis en un seul. La différence entre la somme totale que chaque banquier doit payer à tous les autres, et la somme totale qu'il doit recevoir de ceux-ci liquide tout ce qui doit être payé en billets ou en monnaie; différence dont le montant est bien moindre que ne serait celui de toutes les différences particulières. Cette méthode, qui épargne l'usage des billets de banque, suggère la possibilité d'introduire pour épargner l'usage de l'or, si le billet de banque était aboli, une grande variété de

¹ THORNTON, ch. IV, p. 58.

procédés auxquels auraient naturellement recours des hommes ayant confiance les uns dans les autres ¹.

La grande nouveauté du livre de Thornton, par rapport à la description du système bancaire anglais telle qu'on la rencontre chez Adam Smith, est la démonstration du rôle spécifique joué par la banque centrale d'émission. Son influence jointe à la centralisation à Londres des affaires commerciales aboutit à unifier le marché monétaire anglais, à fournir par le billet de banque un instrument général de liquidation et à dispenser les banques de province de conserver leur propre encaisse-or. Seulement, cette organisation, pour être viable, impose des devoirs à la fois aux banquiers privés et à la banque d'émission. Ces devoirs sont très nettement aperçus par Thornton : on ne les définirait pas autrement au début du ^{xx}^e siècle.

En ce qui concerne d'abord les banques privées, elles doivent s'assurer à Londres des actifs facilement convertibles en billets de banque. C'est l'obligation de liquidité que les banques de dépôt considèrent aujourd'hui comme essentielle. Nouvelle analogie entre nos sociétés de crédit et les banques d'émission privées d'autrefois. Elle souligne une fois de plus le rôle identique du billet et du compte courant créditeur.

Quant à la banque centrale, ses devoirs sont également impérieux. Le premier et le principal est de maintenir constamment l'équivalence entre le papier et l'or et d'accumuler une encaisse suffisante pour faire face à la fois à un drainage de métal intérieur et extérieur.

En vue d'assurer cet échange [des billets contre de l'or] à n'importe quel moment, il est important qu'une considérable réserve d'or soit maintenue dans le pays, et il n'y a dans ce pays aucun autre dépositaire pour cet or que la Banque d'Angleterre. Cette réserve constituerait une assurance non seulement contre les fluctuations ordinaires et sans importance dans les demandes de monnaie, mais aussi en vue des deux difficultés suivantes : Premièrement elle servirait à contrecarrer les effets d'une balance de commerce défavorable, car cela se produira inévitablement de temps en temps, et c'est ce qu'une ou plusieurs mauvaises récoltes ne peuvent manquer d'occasionner. Deuxièmement il est aussi désirable que la réserve d'or soit suffisante pour répondre à toute demande extraordinaire dans le pays, quoiqu'une demande de cette nature, si elle provenait d'une grande et soudaine frayeur, pourrait sans doute être si déraisonnable et infinie qu'elle déjouerait toute prévision. Si de plus

¹ THORNTON, p. 55, note.

l'alarme se répandait à une période pendant laquelle le stock d'or aurait été réduit par l'autre grande cause de sa réduction, c'est-à-dire par un appel récent à l'or pour alléger la balance défavorable du commerce, toute banque, quelle que soit l'importance de sa réserve générale, risque de se montrer insuffisante pour atteindre ce double objet...

Pour cette raison cela peut être de bonne politique et du devoir de la banque de permettre, momentanément, et dans une certaine mesure, la continuation de changes défavorables qui provoquent les sorties d'or du pays de ses propres coffres-forts. Dans ce cas la banque doit nécessairement accroître ses avances dans la mesure même où son encaisse diminue. La banque, cependant, devrait en général avoir une réserve d'or assez grande pour lui permettre de poursuivre cette politique avec sécurité pour elle-même, pendant que la balance est défavorable — période dont la durée peut jusqu'à un certain point être calculée, quoiqu'une déception causée par une seconde mauvaise récolte puisse entraîner de grosses erreurs dans cette estimation ¹.

De même qu'il souligne l'obligation pour la banque nationale de maintenir une encaisse au lieu et place des banquiers de province, Thornton se rend compte du devoir d'une banque centrale de rétablir l'équilibre de la balance des comptes sans troubler le marché intérieur. Loin de prêcher l'économie d'or, comme le fera Ricardo, il demande au contraire une quantité « très considérable d'or » soit dans la circulation, soit à la banque. « La possession en temps ordinaire d'une très considérable quantité d'or soit à la banque, soit dans la circulation générale ou dans les deux, semble indispensable à notre sécurité sous ce rapport ². » Il est ainsi le premier de la série des écrivains qui depuis Tooke jusqu'à Withers et Palgrave en Angleterre ou Warburg aux États-Unis, insisteront sur la nécessité des fortes réserves métalliques. Il va plus loin : il estime que cette réserve ne peut être assurée que par une banque centrale *unique* et l'on retrouve sous sa plume les arguments même dont Warburg se servira en faveur de la création d'une banque centrale de réserve.

On peut craindre que si au lieu d'une banque nationale on en créait deux ou davantage, chacune d'elles ayant un petit capital, chacune aurait une opinion différente, chacune se fierait, dans une certaine mesure, à sa chance d'obtenir un supplément de guinées de l'autre, et chacune se permettrait de poursuivre son intérêt particulier au lieu de s'imposer la surveillance du crédit général et de chercher sa propre sécurité dans la sécurité du public. A moins que nous supposions qu'une si bonne entente existe entre elles qu'elles agissent comme une seule et

¹ THORNTON, pp. 70 et 133.

² *Ibid.*, p. 189.

même personne et semblent, à certains égards, être une seule institution.

L'accident d'une faillite faute de moyens pour faire les paiements en espèces d'un pays, quoiqu'on ne puisse en éviter le risque complètement, semble pour cette raison être le plus sûrement évité par l'établissement d'une seule banque principale ¹.

Thornton ne veut pas dire, bien entendu, que les banques d'émission provinciales doivent disparaître, ce serait le contraire de sa pensée. Ce qu'il veut dire, c'est qu'à *Londres*, centre naturel des paiements du royaume, une seule banque d'émission doit exister, une banque d'émission dont les fonctions et les devoirs ne peuvent pas être assimilés à ceux des banques privées, et qui, ajoute-t-il, ne doit pas non plus être jugée d'après les mêmes critères que celles-ci, ni être blâmée si elle n'a pu remplir ses engagements de la même manière que l'on serait en droit de blâmer des banques privées.

Thornton est partisan d'une forte encaisse pour la banque. Il est partisan également, et cela n'est pas moins remarquable car c'est la politique même que Tooke préconisera plus tard, d'une politique d'escompte pour régler le montant des crédits.

Ce n'est pas, bien entendu, qu'il conteste l'effet d'une restriction du crédit sur les prix intérieurs ou l'aide qu'une telle restriction peut apporter au rétablissement de la balance des comptes. Au contraire, il craint que cette action ne soit trop efficace et ne constitue un remède si drastique qu'il aggrave le mal. A la théorie trop mécanique de Smith, il oppose son expérience pratique de banquier. Son livre apparaît comme la première réaction des praticiens de la banque contre des conceptions trop absolues, ou même totalement erronées des théoriciens ². L'opposition entre Thornton et Smith, on la retrouvera un peu plus tard entre Tooke et Ricardo à propos de l'Act de 1844.

Entre la politique préconisée par Smith et la fourniture indéfinie du crédit il y a une voie moyenne à suivre, et c'est *l'élévation du taux de l'escompte*.

¹ P. 93.

² « L'un des objets du présent chapitre (chapitre IX) et des suivants, écrit-il, sera de montrer que si juste que soit le principe du Dr Smith lorsqu'il est convenablement limité et interprété, la réduction des billets de la Banque d'Angleterre n'est nullement une mesure à laquelle on doive recourir toutes les fois que le haut prix des lingots provoque une demande de guinées à la banque et qu'une réduction de ce genre peut même aggraver la hausse provenant d'une alarme. »

A l'époque où Thornton écrivait, les lois sur l'usure interdisaient de dépasser le taux de 5 % en matière de prêts commerciaux. Cette règle s'appliquait à la Banque d'Angleterre comme aux autres entreprises. Elle en était donc réduite, quand son taux était au niveau maximum, à rationner les escomptes. Cette méthode n'a pas cessé d'être pratiquée aujourd'hui encore par certaines banques d'émissions, mais les inconvénients en sont grands. Elle substitue le choix arbitraire de la banque à la répartition spontanée que le renchérissement du crédit provoque. Elle suscite de la part des banques des demandes dépassant leurs besoins dans la crainte de se voir amputer même du nécessaire.

Thornton proteste contre cette méthode et demande que le rationnement se fasse par la seule élévation du taux :

La banque se voit interdire par l'état de notre loi de demander en temps de guerre un intérêt de plus de 5 %, qui est le même taux auquel elle escompte dans une période de paix profonde. Elle pourrait, sans aucun doute, et à toute époque, limiter très suffisamment le papier qui lui est offert en modifiant le prix auquel elle prête, si la législation ne s'interposait pas et ne mettait pas un obstacle à l'adoption de ce principe de restriction. A certains moments, un intérêt par exemple de 6 % par an, à d'autres de 5 % ou même de 4 % peut apporter tous les avantages recherchés par les emprunteurs et en même temps constituer une limite suffisante. L'intérêt des deux parties, prêteur et emprunteur, est le même; dans ce cas les emprunteurs, en raison de l'état artificiel des choses, résultant de la loi contre l'usure, obtiennent, lorsque le maximum est appliqué, leurs prêts trop bon marché, et ce qu'ils obtiennent trop bon marché, ils le demandent en trop grande quantité. Se baser sur la modération ou la bonne volonté des emprunteurs dans de telles circonstances, c'est compromettre la sécurité de la banque, et la mettre à la discrétion de ceux qui ont un intérêt individuel en opposition avec celui de la banque.

Résumons les idées de Thornton sur le rôle d'une banque centrale : elle doit maintenir l'équivalence du billet avec l'or; elle sert de réserve métallique centrale aussi bien pour les drainages intérieurs que pour les paiements extérieurs; elle doit s'assurer pour cette double éventualité une forte encaisse; en temps de crise, elle ne doit pas suspendre le crédit mais simplement le vendre plus cher en élevant le taux de son escompte; elle doit avoir le monopole de l'émission au moins dans la capitale où se liquident, par la force des choses, une immense proportion des paiements de la nation. Son billet

dans ces conditions devient l'instrument normal des paiements et le volant d'élasticité de la circulation monétaire. La sécurité de pouvoir l'obtenir permet aux banques locales de ne conserver comme encaisse que des actifs facilement transformables en billets de la banque centrale, et les oblige à limiter leurs propres crédits (qui se faisaient alors en billets) à un niveau leur permettant toujours de se couvrir par un appel à la banque.

Ne sont-ce pas déjà toutes les idées que Tooke va développer dans sa controverse avec la Currency School? Ne sont-ce pas celles qui formeront l'essentiel de ce que l'on pourrait appeler la doctrine classique des banques d'émission telle qu'elle s'est développée au cours du XIX^e siècle? Ne constituent-elles pas, par rapport aux idées de Smith, un progrès remarquable? Et n'ont-elles pas — surtout comparées à celles de Ricardo pour qui le billet de banque ne sera qu'une monnaie semblable à la monnaie métallique, s'en distinguant seulement par le bon marché de sa fabrication — un cachet de réalisme qui fait entièrement défaut aux théories du grand doctrinaire?

Ajoutons encore une observation dont l'intérêt vient surtout des discussions nombreuses auxquelles a donné lieu depuis vingt ans la méthode connue sous le nom d'*open market policy*. Cette pratique, on le sait, est très ancienne. Cantillon l'a décrite en détail, Ricardo la préconisera. Thornton lui aussi la défend, mais avec un certain embarras.

A la date où il écrit, le portefeuille de la Banque d'Angleterre est composé de bons du Trésor plus encore que de traites commerciales. Cette proportion, chose piquante, ne changera que pendant les guerres napoléoniennes, pour revenir ensuite à la situation traditionnelle. Le Trésor anglais est le grand client de la Banque d'Angleterre. Celle-ci s'abstient par contre de l'escompte « direct ». Thornton constate cette « préférence donnée par la banque aux titres gouvernementaux ¹ ». Il écarte l'idée qu'elle puisse être due à un manque d'indépendance à l'égard du gouvernement. Il s'efforce de démontrer qu'en escomptant des bons du Trésor, la banque permet simplement aux autres banques de se consacrer davantage à l'escompte des traites commerciales et qu'à défaut de la Banque d'Angleterre, ce serait le marché qui prendrait les traites du gou-

¹ P. 62.

vernement. Nous verrons tout à l'heure la réponse de Gilbert à ce plaidoyer. Mais il faut noter la différence absolue de conception de l'émission en France et en Angleterre. En France, dans la doctrine de Mollien, ce sont les besoins de l'escompte commercial qui fixent le montant de l'émission. En Angleterre, c'est un principe différent que nous verrons tout à l'heure.

A l'heure où Thornton écrit, Mollien prépare sa réforme des statuts de la Banque de France. Sa conception du billet de banque est, nous l'avons dit, entièrement empruntée à Smith. Mais n'a-t-il pas conçu pour la Banque de France le rôle de banque centrale que la Banque d'Angleterre remplissait dès cette époque et plus visiblement encore depuis l'établissement du cours forcé ?

On ne peut en douter un instant. Mollien d'abord est partisan du monopole de la Banque de France à Paris. C'est à son instigation que Napoléon en 1802 décide et réalise la fusion des trois banques d'émission existant alors dans la capitale ¹.

D'autre part, Mollien est adversaire d'une banque « générale », c'est-à-dire d'une banque unique pour la France entière, telle que Law l'avait fâcheusement réalisée. Son idéal est précisément l'organisation anglaise : une banque avec monopole dans la capitale, des banques locales reliées à la première par des crédits réciproques. Dans le projet de banque qui figure à la suite de son deuxième mémoire sur les banques, on trouve un article 8 très significatif : « La Banque de Paris [à laquelle l'article 5 vient de réserver le monopole de l'émission dans la région parisienne] pourra ouvrir des crédits aux banques principales des autres villes et entretenir avec elles les rapports qui conviendront à l'intérêt de leurs services réciproques. » En note Mollien ajoute :

Le but de cette disposition est de conférer à la Banque de Paris tous les avantages d'une banque générale sans l'exposer à aucun des inconvénients qu'une banque générale en titre peut souffrir ou produire.

Ailleurs il développe sa pensée : faire à Paris ce qui a été fait à Londres, rien de plus mais rien de moins :

Je regarde les banques comme un grand instrument de prospérité, et dans l'état actuel de l'Europe, je regarde la France comme devant

¹ MOLLIEN, *Mémoires*, t. I^{er}, p. 339.

être la patrie des banques, Paris comme pouvant être le centre de la principale banque du monde, parce que c'est sur ce point que se réunissent et se croisent les lignes que parcourent les capitaux de tous les pays. Mais une véritable banque peut-elle exister à Paris ? Rien de ce genre n'est à créer, ni même à perfectionner...¹.

Le souvenir de ce qu'était Londres en 1694 [c'est-à-dire au moment où la Banque d'Angleterre a été créée], suffit pour résoudre cette question, et l'exemple de ce qu'a fait la Banque de Londres pour la consolidation du gouvernement nouveau, qui s'établissait alors, [on voit le rapprochement que le Premier Consul n'a pas manqué de faire entre le rappel de ce souvenir et sa situation] et pour le développement rapide de toutes les ressources industrielles du pays, prouve, par cent huit années de succès, tout ce qu'on doit attendre d'une banque à Londres et dans les autres villes d'Angleterre, que Paris et toutes les villes de France ne puissent s'approprier successivement avec plus de succès encore.

La Banque de Londres est une machine éprouvée, comme les moulins à filer de Manchester; il n'est question que de l'imiter, comme on a imité ces moulins, en étudiant avec le même soin son mécanisme un peu plus compliqué sans doute².

Paris, centre bancaire du Continent, tel est le but que Mollien, admirateur de l'Angleterre, propose à l'ambition de l'empereur.

§ 2. — Triomphe du monopole de l'émission et formation de la doctrine classique des banques centrales entre 1825 et 1870

À la fin des guerres napoléoniennes, la reprise des paiements en espèces en Angleterre et la convertibilité incontestée du billet en France vont rendre aux systèmes monétaires un fonctionnement plus normal. En Angleterre la pluralité des banques est la règle, sauf dans la limite territoriale où la Banque d'Angleterre exerce son privilège; en France des banques régionales d'émission s'instituent peu à peu mais sans grand succès. Dans les deux pays, les faits tendent à accroître le rôle de réserve centrale d'or des deux banques privilégiées. En Angleterre, c'est la continuation d'un développement ancien déjà décrit par Thornton. En France, il s'agit d'un développement nouveau mais aussi caractéristique : le billet de la Banque de France est devenu l'instrument de circulation du grand commerce parisien, tandis qu'en France la traite sur

¹ Cité par RAMON, p. 44.

² *Mémoires*, I, p. 459.

Paris, nous l'avons montré déjà, reste l'instrument le plus général des paiements. Le billet de la Banque tend donc à remplacer à Paris la circulation métallique, et ses succursales deviennent les réservoirs d'espèces auxquels s'adressent et les particuliers et les autres banques d'émission pour trouver, en cas de besoin, le métal qui leur est nécessaire.

Rien d'étonnant si, dans ces circonstances, les banques d'émission dans les deux pays ont cherché à s'assurer le monopole d'émission. Une banque nouvelle à Londres comme à Paris ne pouvait que nuire à la concentration des réserves. Les deux banques seraient ou rivales, ce qui générerait les opérations de chacune, ou tacitement associées, ce qui équivaldrait au monopole. Quant aux banques provinciales, elles devaient, par la force des choses, comme Thornton et Mollien l'avaient compris, comme l'ont démontré les discours prononcés en 1840 et 1848 et que nous avons cités au chapitre V, se borner à assurer leur liquidité en s'appuyant sur la banque centrale. Chose curieuse, les controverses doctrinales sur le monopole ou la pluralité des banques d'émission usent d'arguments qui, très rarement, tiennent compte de ces réalités, cependant décisives en pratique. Elles se poursuivent encore à grand renfort de principes généraux quand les faits ont déjà imposé la solution unitaire dans les deux pays. Mais la plupart de ceux qui y prennent part connaissent assez mal la constitution et l'évolution du marché monétaire. En France, la discussion se poursuivra encore longtemps après que la décision légale de 1848 sera intervenue, et quand déjà le monopole, ayant pris racine profondément dans les habitudes monétaires du pays, ne courra plus aucun risque d'être ébranlé. Elle sera remise sur le tapis par les Péreire lorsqu'ils auront acquis la Banque de Savoie. A ce moment, pour s'affranchir des difficultés que suscite la Banque de France à leurs entreprises, ils songent à opposer à celle-ci une concurrence. C'est l'origine de *l'Enquête sur la circulation fiduciaire*, poursuivie de 1864 à 1868 et si précieuse pour l'histoire des idées françaises sur les banques. Ce sont des praticiens beaucoup plus que des économistes qui apportent les dépositions les plus intéressantes. Elles montrent qu'un petit nombre d'hommes seulement se rendent compte de l'évolution qui a fait du monopole une

nécessité aussi mal aperçue par le grand public que par les économistes professionnels.

En Angleterre, la question sera tranchée par l'Act de Peel en 1844. Dans les dépositions des spécialistes devant les grandes commissions nommées à différentes époques (1832 et 1840), à la suite des crises qui secouent le pays, les conceptions relatives aux banques centrales d'émission et le problème du monopole ou de la pluralité des banques sont exposés avec beaucoup d'ampleur. Comme l'a fort bien dit M. Gregory¹ : « les hommes de l'époque ne prenaient pas comme une donnée l'existence d'une banque centrale et l'aspect paradoxal de la situation de 1832 consiste en ce que malgré l'indécision sur le principe, une banque centrale existait en fait. » Cependant dès 1832 on peut dire que dans la pensée des gouverneurs de la Banque d'Angleterre et dans la législation qu'ils inspirent, les idées de Thornton ont triomphé. L'un des administrateurs de la Banque, M. Palmer, dans sa déposition de 1832 reprend toutes les thèses de Thornton. Il exprime avec force l'idée que la Banque doit garder ses réserves pour être le grand fournisseur d'escompte en temps de crise. Il ajoute qu'en vue de fournir l'appui nécessaire au marché, elle doit pouvoir élever son taux d'escompte au delà du maximum légal de 5 % imposé encore aux prêts commerciaux. Sans quoi, dit Palmer, elle serait obligée de continger le crédit. Il ajoute que pour remplir cette fonction de soutien du marché en temps de crise il vaut mieux, d'une part, qu'elle ait le monopole et qu'elle reste indépendante du gouvernement dans son administration, et, d'autre part, qu'elle ne fasse pas d'escompte commercial en temps normal. On retrouve dans sa déposition les idées mêmes de Thornton. Ces idées la Banque les a appliquées dans la crise de 1825, où elle laisse son encaisse se réduire à un chiffre minime sans cesser pour cela de multiplier les crédits afin de soutenir le marché.

Une citation de Palmer montrera bien la différence des vues sur l'émission en Angleterre et en France : « Je désire insister auprès de la Commission, dit-il, sur mon opinion qui est qu'en temps ordinaire la fonction principale de la Banque d'Angle-

¹ Cf. GREGORY, *Select Statutes, Documents and Reports, relating to British Banking 1832-1928*, 2 vol., Londres 1929. Introduction, p. XIV.

terre a consisté à fournir, d'après un principe fixe¹, une quantité appropriée de monnaie de papier convertible à vue en espèces ou en lingots, et d'agir comme une sûre banque de dépôts pour les fonds publics et privés, *et qu'en agissant ainsi il n'est pas considéré désirable d'essayer de régler le montant des émissions de la Banque à Londres par l'intermédiaire des escomptes commerciaux...² ». Voilà la différence fondamentale entre la conception anglaise et la conception française du billet de banque! Il faut s'en souvenir aujourd'hui encore.*

La Commission d'enquête de 1832 aboutit à des mesures importantes, toutes deux inspirées des conseils de Thornton.

La première consiste dans l'autorisation donnée à la Banque d'élever son taux d'escompte au-dessus de 5 % pour les traites à moins de 90 jours, c'est-à-dire pour la catégorie de traites qui justement lui étaient présentées au réescompte en temps de crise. Dorénavant la liberté accordée à la Banque de manier à son gré le taux de son escompte devient une règle classique des banques d'émission.

La deuxième mesure consiste à donner cours *légal* au billet de la Banque d'Angleterre, c'est-à-dire à en faire un instrument d'acquittement des dettes légalement aussi définitif que la monnaie métallique elle-même. Cette mesure — elle aussi imitée par presque toutes les banques d'émission — n'avait qu'une portée toute pratique : elle visait simplement à protéger la Banque contre un drainage d'or intérieur en temps de crise ou de panique; elle rendait superflue toute demande d'or par les banques locales en leur fournissant un moyen de satisfaire légalement les demandes soit de leurs déposants, soit des porteurs de leurs billets, sans avoir elles-mêmes à se procurer du métal. Mais les conséquences de cette mesure ont été fâcheuses à un certain point de vue. Elle créait en effet une équivoque sur la nature du billet. Elle favorisait l'idée que le billet était une monnaie au même titre que la monnaie métallique. Or, le billet de banque, avec ou sans cours légal, tire toute sa valeur de sa convertibilité. Les porteurs de billets gardent toujours le droit de les convertir en or à volonté; le billet reste ce qu'il doit être : un simple crédit circulant. Il

¹ Ce qu'était ce « principe » on le verra un peu plus bas pp. 412 et 413.

² GREGORY, *Select Statutes*, etc., p. 14. Déposition du 5 juin 1832.

ne perdrait ce caractère que par le cours forcé. Le cours légal dont le seul objet était de protéger l'encaisse de la Banque contre les demandes inconsidérées d'or a donc contribué à créer cette confusion entre le billet et la monnaie qui devait se concrétiser plus tard dans l'Act de Peel. Un pas de plus a été fait dans la même voie et une nouvelle équivoque a été créée lorsqu'en 1925 la loi anglaise établissant le remboursement en or des billets a déclaré que ce remboursement ne pouvait se faire qu'en lingots et non en espèces. L'idée que l'encaisse de la banque doit être réservée pour les paiements extérieurs, idée déjà suggérée par Thornton, a trouvé son expression dans ces deux mesures prises à près d'un siècle de distance.

Mais le cours légal ne satisfaisait pas les partisans de la *Currency School*, ni probablement la Banque d'Angleterre elle-même. Ils voulaient le monopole. L'Act de Peel leur a donné satisfaction en interdisant après 1844 aux banques privées d'émission de dépasser le montant alors atteint de leurs billets. Les arguments donnés en faveur de cette mesure par Lord Overstone, le grand protagoniste du *Currency Principle*, montrent qu'il ne comprenait pas l'évolution qui s'était déjà produite dans le système bancaire, et le rôle de banque centrale que la Banque d'Angleterre jouait. Il reproche en effet aux banques privées de ne pas faire fluctuer leurs émissions en rapport avec les mouvements de l'or, ce qui est, disait-il, le devoir de toute banque d'émission. Les banquiers privés reconnaissent qu'en effet ils ne suivaient pas cette règle, pour la bonne raison qu'il suffisait à leur sécurité de s'assurer les crédits nécessaires pour obtenir les billets de la Banque. C'est exactement la position des banques de dépôt d'aujourd'hui, — qui, aussi bien que les banques privées d'autrefois, pourraient par un recours trop brusque au réescompte de la banque, créer à celle-ci des difficultés mais s'estiment justifiées à compter sur ce réescompte. Les arguments de Lord Overstone étaient donc mauvais, étant basés sur l'idée fausse que les banques d'émission sont des créatrices de monnaie¹. Mais sa conclusion

¹ Cf. sur ce point toute la déposition de Samuel Jones Loyd (Lord Overstone) à l'enquête de 1840, reproduite pp. 27-62 des *Select Statutes Documents and Reports* publiés par T. E. Gregory, 1929. « Je considère toujours l'émission du papier comme une création de monnaie, et ceci est un devoir ou un privilège qui, à

(que les faits tendaient à réaliser même sans l'intervention de la loi) était juste. Elle était d'ailleurs partagée par Tooke au nom de raisons toutes différentes.

Il est vraiment instructif, après avoir lu les déclarations de Loyd, d'entendre celles de Gilbert, le créateur de la première grande banque de dépôts et auteur bien connu d'un traité classique sur les banques. La seule banque d'émission qui ne règle pas le montant de ses billets sur les besoins du marché, déclare Gilbert en réponse à Lord Overstone, c'est justement la Banque d'Angleterre. Que fait-elle en effet? Elle s'abstient en temps normal d'escompter le papier commercial et achète des titres du gouvernement. Elle maintient ainsi sur le marché un montant de billets supérieur à celui que le commerce réclame. Rien d'étonnant si ensuite, ayant ainsi forcé le chiffre de la circulation et baissé artificiellement le taux de l'escompte, elle se trouve contrainte, pour retenir l'or, de recourir à des hausses exagérées de ce même taux. Déposition singulièrement intéressante car elle nous montre la Banque d'Angleterre continuant à pratiquer cette politique du marché libre, de l'« open market », décrite déjà par Cantillon et recommandée par Ricardo et qu'après la guerre mondiale elle conseillait avec tant d'insistance à la Banque de France d'appliquer, comme s'il s'agissait d'une pratique toute nouvelle.

Les billets des banques de province ne peuvent être émis qu'à l'occasion de transactions effectives et uniquement dans la mesure qu'exigent les besoins du district, dépose Gilbert. Au contraire il est évident que la Banque d'Angleterre a le pouvoir d'accroître la circulation soit par l'achat de bons de l'Echiquier ou de titres de rente, soit par l'achat de métaux précieux ¹, et par là de jeter sur le marché un nouveau montant de billets à un moment où l'état du commerce ne le réclame pas ².

mon avis, peut être mieux rempli par une seule institution agissant sous le contrôle de la législature ou du gouvernement, qu'en se fiant au principe de la concurrence » (p. 49).

¹ On voit que Gilbert paraît opposé également dans ce passage à l'achat du métal par la banque sous prétexte que ces achats augmentent la circulation à un moment où le commerce n'en a pas besoin. Gilbert est donc en faveur d'une émission dont la seule contre-partie serait les lettres de change. Il oublie que la banque, pour maintenir l'équivalence du billet avec l'or et conserver le contact avec l'étalon international, doit acheter l'or à un prix fixe sous peine de voir baisser les changes étrangers.

² Déposition de Gilbert, dans GREGORY, t. 1^{er}, p. 83.

En effet la politique de la Banque d'Angleterre pendant toute cette période a consisté essentiellement à maintenir sa circulation aussi égale que possible en achetant des bons du Trésor lorsque les escomptes diminuaient et en revendant ces bons du Trésor lorsque le marché recourait davantage à son réescompte¹. L'un des membres de la Commission fait remarquer à Gilbert qu'en achetant des titres d'Etat la Banque libérait le capital de ceux qui détenaient ces titres et que par conséquent « cela revenait au même que les demandeurs d'escompte obtiennent leurs fonds de ceux dont le capital avait été ainsi libéré, ou directement de la Banque d'Angleterre ». A quoi Gilbert répond avec justesse : « Il n'y a aucune garantie que ces billets iront effectivement au commerce, la probabilité est, au contraire, qu'ils seront employés à la Bourse, tendront à réduire le taux d'intérêt et provoqueront ainsi la spéculation². » Ces paroles de Gilbert sont prophétiques. Si l'on se reporte à la politique de marché libre poursuivie par les Banques fédérales de Réserve américaines de 1926 à 1929 et aux effets qu'elle a produits en facilitant la spéculation boursière à New York, on ne peut qu'admirer la sûreté de son jugement. Sans doute la politique de la Banque d'Angleterre, consistant à acheter des bons du Trésor, pouvait se justifier aux yeux du gouvernement de la Banque par le souci de ne pas faire concurrence aux banques privées sur le marché de l'escompte. Mais elle avait peut-être aussi une autre origine, la même que celle qui explique les achats de titres sur le marché par les Banques fédérales de Réserve : le désir de la banque de faire des bénéfices. Elle n'en est pas moins remarquable à deux titres : d'abord en montrant la confiance de la Banque d'Angleterre dans la solvabilité de l'Etat, dans son exactitude à remplir ses engagements. Déjà Mollien, dans l'une des deux notes que nous avons souvent citées, faisait remarquer à l'empereur cette disposition constante de la Banque d'Angleterre à rendre à l'Etat les services d'un banquier, grâce, disait-il, à l'exactitude avec laquelle l'Etat de son côté remplissait vis-à-vis de la banque ses obligations de débiteur. Plus tard encore, lors de

¹ On trouvera sur ce point des précisions très intéressantes dans l'introduction de M. Gregory aux *Select Statutes*, etc., pp. XVIII et XIX.

² Cf. GREGORY, *Select Statutes*, etc., pp. 93 et suiv.

l'enquête de 1864, cette différence entre le crédit de l'Etat en France et en Angleterre a été signalée par plus d'un déposant, en particulier par le baron Alphonse de Rothschild; tandis qu'à la Banque de France la résistance du Conseil de Régence aux demandes de crédit de l'Etat forme un des éléments permanents de l'histoire de la Banque depuis sa fondation, cette opposition est inconnue en Angleterre.

En second lieu, la politique de l'*open market* a une tendance à nationaliser le marché monétaire en permettant à la Banque d'exercer directement une influence sur le marché, soit en accroissant, soit en diminuant les sommes qu'elle met à sa disposition en dehors de tout afflux d'or de l'étranger, et en dehors de toute demande de crédit. A défaut d'une politique de ce genre, l'émission des billets (ou la création de comptes courants) dépend de deux facteurs seulement : l'entrée de l'or de l'extérieur, les besoins intérieurs plus ou moins amples de crédit qu'éprouve le marché. La Banque dans les deux cas reste passive. Elle émet des billets dans la mesure où on le lui demande. Par contre l'« *open market policy* » lui permet, le cas échéant, d'augmenter les moyens monétaires à la disposition du marché ou de les diminuer, soit pour contrebalancer l'effet naturel de restriction ou d'expansion que les mouvements d'or pourraient avoir, soit pour éviter une hausse de l'escompte si le marché est à court, ou au contraire forcer le marché à relever son taux s'il dispose de fonds trop abondants. C'est ce que Warburg exprimera en disant que par l'« *open market policy* » la banque joue non seulement le rôle d'enclume mais de marteau. Mais il est clair qu'une banque d'émission, en achetant des titres sur le marché pour compenser par les crédits qu'elle crée la restriction monétaire qu'une sortie d'or devrait naturellement produire, tend à détacher au moins momentanément son marché du marché monétaire international.

L'Act de Peel en confiant pratiquement à la Banque d'Angleterre le monopole de l'émission semblait confirmer définitivement son rôle de banque centrale. Il reconnaissait son caractère de réservoir central de monnaie, de soutien des banques privées en temps de crise, de contrôleur suprême du crédit. Par contre, et sans bien s'en rendre compte, il allait tendre à affaiblir l'un des moyens d'action d'une banque

centrale en induisant le Banking Department à négliger l'accumulation d'une réserve suffisante. Lord Overstone, hanté par l'idée d'« économiser la monnaie » (comme Ricardo lui-même dans son projet de 1823), considère que le Département de l'émission pourra se contenter d'une faible réserve métallique; quant au Département de la banque il n'a pas plus à se préoccuper de ce problème que n'importe quelle autre banque de dépôts.

En un mot, l'établissement du monopole en Angleterre a plutôt affaibli que renforcé la conception de banque centrale, formulée avec tant de force par Thornton et après lui par Tooke et dont l'un des éléments essentiels, aux yeux de ces deux écrivains, était la constitution d'une forte réserve métallique. Nous aurons à revenir tout à l'heure sur ce point.

En France, la notion de banque centrale se forme graduellement, pendant la même période, chez les meilleurs esprits. Sous l'apparence d'une discussion entre les partisans du monopole et de la liberté des banques, c'est en réalité la conception toujours plus nette de l'importance pour un pays d'une banque concentrant les réserves métalliques, et fournissant aux autres banques, en temps de crise ou de panique, les crédits nécessaires qui se fraye peu à peu son chemin. Le principe même du monopole était acquis le jour où Napoléon, dans une lettre célèbre à Mollien, lui demandait de fondre en une seule les trois banques d'émission existant alors à Paris. « J'adopte cette pensée : une seule banque est plus facile à surveiller que plusieurs pour le gouvernement et pour le public; quoi qu'en puissent dire les économistes, ce n'est pas en ce cas que la concurrence peut être utile¹. »

Nous avons dit déjà, dans un précédent chapitre, comment l'unité de l'émission s'était imposée peu à peu comme une nécessité résultant de l'unification même du marché monétaire. Aucun homme pratique ne croyait qu'on pût revenir sur le monopole de droit et de fait accordé à la Banque. Tandis que Michel Chevalier et Courcelle-Seneuil discutaient à perte de vue sur les bienfaits généraux de la concurrence², un petit groupe

¹ MOLLIEN, t. I^{er}, p. 339.

² « Il faut considérer, déclare Michel Chevalier (dans sa déposition p. 119), que le principe de la liberté des banques d'émission est implicitement contenu dans le principe essentiel de la législation moderne que l'industrie est libre. » Voilà bien le genre de généralisations auxquelles se plaisait ce grand rhéto-

d'hommes, où figurent, avec Adolphe Thiers, des administrateurs comme Vuitry, président du Conseil d'Etat et auteur d'excellents ouvrages sur l'histoire financière de la France, des banquiers comme d'Eichthal, des économistes comme Wolowski et Léon Faucher, tiraient de l'expérience même des arguments démontrant que la Banque de France remplissait les fonctions de banque centrale (c'est le nom que lui donne Léon Faucher) c'est-à-dire d'une banque des banques, et que l'existence d'une telle institution était devenue nécessaire à la vie économique du pays.

Ces idées nous les connaissons déjà : la banque d'émission est la réserve de crédit à laquelle les banques privées puisent en temps de crise; la concentration des réserves métalliques du pays dans une seule caisse en permet la répartition la plus rapide et la meilleure sur les points où elle est nécessaire; le moyen de défendre cette réserve centrale est essentiellement le maniement du taux de l'escompte. En un mot la banque d'émission constitue la réserve monétaire du pays pour les paiements intérieurs et extérieurs.

Adolphe Thiers, le premier, a développé ces thèmes avec une force singulière, en 1840, dans un discours resté célèbre, et en 1864 dans sa déposition devant la Commission d'enquête sur les banques. Peu d'hommes d'Etat ont aussi bien que lui compris le fonctionnement et le rôle de la Banque de France.

ricien. Il oublie que déjà A. Smith était favorable à une limitation de la liberté des banques.

Courcelle-Seneuil et ses continuateurs dans les éditions successives de son livre, s'appuient également sur les principes généraux de liberté pour défendre le système de la concurrence des banques d'émission. On trouve cependant dans l'ouvrage de Courcelle-Seneuil un effort pour donner un fondement théorique à cette conception, effort dont Michel Chevalier s'est toujours soigneusement abstenu. L'argumentation de Courcelle-Seneuil repose entièrement sur cette idée que les banques d'émission ne peuvent en aucun cas émettre plus de billets que la circulation n'en demande. Elles ne peuvent donc contribuer à provoquer les crises comme on les en a accusées (cf. p. 229 du *Traité des Banques*, éd. de 1889). Mais tout en croyant défendre ici les arguments de la « Banking School », Courcelle-Seneuil adopte, sur le rôle des banques d'émission, l'idée même que s'en faisaient la Currency School et Adam Smith, à savoir que les billets de banque remplacent les espèces, constituant ainsi une économie pour le pays, et que leur quantité ne peut jamais dépasser celles des espèces qui *auraient* circulé si le billet n'existait pas. Il est ainsi bien en retard non seulement sur Thornton, qui avait admirablement relevé l'erreur d'A. Smith, mais sur Mollien, pour qui le billet se substitue aux effets de commerce escomptés, et par conséquent s'ajoute comme ceux-ci à la circulation métallique existante. Bien entendu l'idée que le billet est simplement un moyen de faire circuler l'encaisse sans déplacer celle-ci lui est tout à fait étrangère.

Les problèmes monétaires, depuis son volume sur Law, n'avaient jamais cessé de l'occuper, et il avait acquis dans leur maniement une incontestable maîtrise. Voici comment dès 1840 il montre le rôle de soutien du marché que la banque nationale joue en temps de crise :

Permettez-moi de dire un gros mot, la Banque a fait une chose admirable, c'est-à-dire que le jour des crises elle a doublé ses escomptes. On l'accuse d'avoir gardé une réserve égale à la somme des billets en émission, mais le jour des crises j'oserais dire qu'elle aurait été imprudente si elle n'avait pas été aussi utile... Une banque doit être étroite quand tout le monde donne de l'argent, mais quand les crises arrivent elle doit avoir le courage de donner de l'argent au commerce. Je dis qu'un établissement qui a toujours suivi ce précepte d'être serré pendant la prospérité et d'être généreux pendant les crises, remplit le véritable office qui lui appartient. C'est alors que la Banque a été immensément utile pour le gouvernement. Quand on se méfie de tout le monde, il y a quelqu'un de qui on ne se méfie pas, et ce qui le prouve, c'est que ce public vient jeter son argent dans ses caisses. Alors cette banque qui semble n'avoir été faite que pour le crédit privé devient un instrument de crédit public, elle sauve le pays ¹.

Mais pour jouer ce rôle il faut que la Banque ne soit pas trop étroitement réglementée. Il faut donner à son émission toute l'élasticité nécessaire. Dans sa déposition de 1866 au cours de l'enquête sur la circulation fiduciaire, Thiers se livre à ce sujet à une comparaison, qui mérite d'être citée, entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre telle que l'a organisée l'Act de Peel :

M. Peel est une grande figure politique et historique, pour laquelle je professe le plus profond respect; mais il faut reconnaître que l'Act dont il a été le promoteur est généralement condamné. C'est qu'en effet il est mal imaginé de s'imposer une limite absolue en fait d'émissions, et de s'astreindre à une proportion invariable entre le papier circulant et la réserve métallique. On fait bien d'avoir toujours en vue une certaine proportion, afin de s'en éloigner le moins possible; mais la rendre obligatoire est une précaution qui devient imprudente à force de prudence, car trois ou quatre fois on a été obligé en Angleterre de violer l'Act de M. Peel. En France et presque partout on a adopté pour le chiffre de l'encaisse métallique, par rapport aux émissions, la proportion du tiers. Je ne la crois pas mal choisie, et on fait bien de l'avoir toujours présente; mais se l'imposer absolument n'est pas sage. C'est bien assez quand on approche de ce terme qui signale l'épuisement de la réserve métallique, c'est bien assez d'avoir devant soi ce sujet de terreur, sans y ajouter la terreur d'une limite fixe et absolue. Quand on est au-dessous du tiers, on est et on doit être mal à l'aise, mais enfin il n'est pas dit qu'on arrivera certainement à l'insolvabilité. Avec de la fermeté,

¹ Cité par RAMON, *La Banque de France*, pp. 190-191.

du sang-froid, des mesures bien prises, il est possible de s'arrêter. L'argent peut revenir d'ailleurs, et il revient le plus souvent. Mais fixer une limite précise obligatoire, c'est créer l'insolvabilité par avance, et se déclarer soi-même en faillite avant d'y être. En effet, à chaque crise, l'Act de M. Peel mettait tout le monde en terreur à Londres, on en demandait la violation, et le lendemain de cette violation tous les esprits se rassérénaient, puis bientôt la crise finissait par s'apaiser peu à peu. L'Act si rigoureux de M. Peel a été la suite des fautes que les banques avaient commises avant lui. Il y avait décrit, irritation à leur égard, et tout le monde approuva la sévérité déployée par M. Peel... Mais il faut résister au mal sans réagir, et je crois qu'en Angleterre, on finira par abolir l'Act de 1844.

Ainsi, sous le rapport de la conduite, la Banque de France me semble avoir la supériorité, et elle l'a aussi quant à l'organisation, parce qu'elle se fait de la proportion à observer entre les émissions et la réserve métallique un principe de prudence et non point une règle obligatoire ¹.

Ces idées sont exprimées à un moment où les banques de dépôt, contrairement à ce qui se passait en Angleterre, sont encore en France tout au début de leur activité. Ce rôle de banque des banques que Burdeau signalera dans son célèbre Rapport de 1892 ², qui sera souligné par M. Pallain dans sa réponse à la grande enquête de la Commission monétaire nationale américaine de 1910, était déjà très bien compris longtemps avant que les grandes sociétés de crédit aient couvert la France de leurs succursales ³. En 1870 ces banques refusèrent l'offre d'un moratorium que le réescompte de la Banque de France leur permettait d'éviter. Au début de la guerre de 1914,

¹ Déposition de Thiers à l'enquête sur la circulation monétaire (1866), t. III, pp. 436-437.

² Le rapport de Burdeau est du 18 juin 1892. Il est extrêmement concis et l'on souhaiterait parfois voir développer davantage les idées essentielles. Comme doctrine il ne diffère en rien de celle qui est contenue dans les dépositions de l'enquête de 1864-1868. Nous donnons ci-dessous celle de M. de Saint-Paul, plus circonstanciée que la courte phrase où Burdeau indique que « dans les moments difficiles les établissements privés de crédit ont besoin de compter sur la Banque pour leur reprendre une part notable de leur portefeuille commercial », p. 38.

³ A l'enquête sur la circulation fiduciaire de 1864 il n'y a guère qu'un déposant, M. de Saint-Paul, qui fasse allusion aux sociétés de dépôt et au rôle que la Banque doit jouer vis-à-vis d'elles. « J'appelle votre attention sur la nature des remboursements qui peuvent être demandés par suite des dépôts. Voici les banques de dépôts : la Société générale de Crédit industriel, la Société de Dépôts et Comptes courants, la Société générale pour le Développement du Commerce et cinq autres banques de dépôts et comptes courants. Si la banque ne peut pas leur réescompter leur portefeuille, ces sociétés devront fermer leur caisse le jour d'une panique. Il leur faut prendre du papier de première qualité, un papier que la Banque ne refuse jamais à moins qu'elle n'en accepte aucun; mais s'il arrive une panique, une crise et que la banque ne puisse plus donner d'argent, elle ne réescomptera même plus ces effets-là. Il y aura donc un danger pour toutes les banques de dépôt. » Déposition, t. 1^{er}, p. 432.

oubliant ce principe essentiel, la timidité de la Banque de France lui a fait préférer un moratorium des banques de dépôts avec toutes ses désastreuses conséquences, au large réescompte qui eût permis de mettre fin immédiatement aux retraits des déposants. Cependant la doctrine relative au rôle de la banque en temps de crise était fixée depuis longtemps.

Un autre point de cette doctrine a été traité à l'Enquête de 1864 de la manière la plus remarquable par Vuitry : c'est l'avantage de la concentration de l'encaisse métallique du pays pour répartir les espèces sur les points où elles sont le plus nécessaires. La Banque est non seulement la réserve suprême en matière de crédit, elle est la garantie que les espèces ou les lingots seront toujours disponibles. Ce fait essentiel sur lequel Warburg s'appuiera aux Etats-Unis après la crise de 1907 pour réclamer l'institution d'une banque centrale a été mis en relief par Vuitry, comme il l'avait été déjà par d'Eichthal en 1848¹. Voici comment s'exprime Vuitry :

Il se passe, dit-il, à la séance du 21 novembre 1868, en France, un fait excessivement curieux et qui a très peu attiré l'attention des économistes, je veux parler des mouvements du numéraire, des courants en sens divers que suit le numéraire. La Banque de France a des succursales, qui sont répandues dans tout le pays. Dans certaines de ces succursales le numéraire va toujours en s'accumulant; dans d'autres, au contraire, il disparaît sans cesse, et la Banque est obligée de faire à ces dernières de fréquents envois d'argent. La cause d'un tel mouvement est très difficile à pénétrer; mais le fait est positif, il y a un certain nombre de succursales, que j'appellerai internes, et dans lesquelles l'équilibre se produit à la suite des oscillations de leur encaisse métallique; d'autres, et ce sont toujours les mêmes, se voient obligées de recevoir à grands frais des envois de numéraire pour pouvoir faire face à leurs opérations; dans une troisième catégorie le numéraire s'accumule à tel point, qu'il faut quelquefois l'envoyer à Paris, à la Banque, qui le distribue ensuite dans le pays.

Ces courants du numéraire tenant à des faits, à des habitudes commerciales, propres à chaque localité, il s'ensuit, à mon avis, qu'il est difficile d'avoir des établissements régionaux et privilégiés, puisque ceux qui verront constamment le numéraire disparaître de leur caisse seront placés dans des conditions très désavantageuses, à cause des frais considérables dont ils seront chargés, tandis que, dans les pays où le numé-

¹ « La banque unique, que produit-elle comme banque de circulation? Bien loin de concentrer les ressources, elle est un moyen d'égale division, d'égale répartition des capitaux; elle les prend là où ils sont inutiles à ses frais et risques; elle les porte là où ils sont utiles, où ils manquent. » (G. d'EICHTHAL, discours du 22 février 1848.)

raire s'accumule, les banques ayant du numéraire à n'en savoir que faire, mourront de pléthore.

C'est ce qui arrivait avant 1848. L'inconvénient de ce système a été démontré de façon évidente.

La concentration des espèces à la Banque se réalise non seulement par les dépôts de l'intérieur; elle se fait encore par l'apport de l'or extérieur dont elle est l'acheteur principal. Thiers a trouvé là encore une formule très heureuse : « L'établissement de la Monnaie ne doit être que le manufacturier de la monnaie métallique; c'est à la Banque à en être le négociant, en lui procurant les matières premières dont il a besoin ¹. » C'est bien ce que la Banque était déjà en fait : le grand intermédiaire à travers lequel l'or importé de l'étranger était transmis à la Monnaie. Tous les déposants à l'enquête de 1864 sont d'accord pour lui conseiller d'acquérir systématiquement tout l'or qui lui était présenté et de faire librement ce que la Banque d'Angleterre était obligée de faire en vertu de la loi : acheter l'or à un prix minimum ², de manière à s'assurer tout le métal disponible. C'est aussi ce que la Banque s'est décidée à faire à la suite de l'enquête, et c'est même la seule recommandation pratique à laquelle celle-ci ait abouti ³.

Un dernier point sur lequel la doctrine est fixée dès ce moment, c'est que la méthode normale par laquelle une banque centrale doit défendre son encaisse, en cas de drainage extérieur, ou prévenir les excès de crédit du marché qui pourraient aboutir à une exportation, est l'élévation du taux de l'escompte. Sur ce point l'accord est unanime. Les termes que Bagehot a employés à ce sujet dans son livre célèbre *Lombard Street* seraient acceptés par tous les hommes compétents de l'époque :

L'expérience prouve que, si la banque élève le taux de l'intérêt, l'argent *afflue* dans *Lombard Street*, la théorie indique d'ailleurs qu'il doit en être ainsi. Pour expliquer complètement ce qu'on pourrait appeler ce phénomène, il me faudrait me plonger très profondément dans la théorie du change, mais l'explication générale est assez simple. Les capi-

¹ *Enquête*, t. III, p. 422.

² « La Banque de France, dit Alphonse de Rothschild dans sa déposition de 1864, n'est pas engagée à toujours prendre; mais en réalité elle le fait et l'a toujours fait depuis un très grand nombre d'années. Elle a acheté de l'or avec prime dans certaines circonstances; mais dans les circonstances ordinaires, elle l'achète au tarif de la Monnaie. » (*Enquête*, pp. 459 et suiv.)

³ On sait que la loi de 1928 a fait à la Banque une obligation d'acheter l'or.

taux disponibles, comme toute autre marchandise, se portent abondamment là où ils ont la plus grande valeur. Les banquiers et les capitalistes du continent envoient immédiatement leur argent à Londres, dès que le taux de l'intérêt devient tel qu'ils y trouvent un bénéfice. Tant que le crédit anglais est solide, une élévation de la valeur de l'argent dans Lombard Street amène immédiatement, au moyen d'opérations de banque, de l'argent à Lombard Street. Il se produit aussi une opération commerciale plus lente, car une élévation du taux de l'escompte réagit immédiatement sur le commerce du pays. Les prix tombent; par conséquent les importations diminuent et les exportations augmentent; par conséquent aussi il y a plus de chance, après une élévation du taux de l'escompte, qu'il n'y en avait avant, à ce qu'un solde en espèces arrive dans ce pays.

Quiconque, que ce soit une banque ou plusieurs banques, dans un pays quel qu'il soit, détient la réserve de banque de ce pays, devrait, dès le commencement d'un état de choses peu favorable dans les changes étrangers, élever immédiatement le taux de l'escompte pour empêcher une plus ample diminution de la réserve et pour l'augmenter même par des importations de métaux précieux.

La Banque d'Angleterre, comme je le démontrerai plus loin, négligea absolument ce devoir jusque vers l'an 1860.

Ce n'est pas seulement Bagehot qui exprime cette idée, ce sont tous les déposants à la grande enquête de 1864, et lorsque, en 1871, une troisième grande banque d'émission continentale, la Reichsbank, va se créer en Allemagne, tout son mécanisme légal est basé sur l'emploi du taux d'escompte comme instrument de protection de la réserve et de contrôle du crédit.

Sur le mécanisme par lequel le taux de l'escompte attire les capitaux étrangers à court terme et éventuellement fait baisser le prix d'abord des titres de bourse puis même des marchandises, tout le monde est pratiquement d'accord : Goshen, dans sa *Théorie des Changes étrangers* (1861), Bagehot dans son *Lombard Street*, Marshall dans sa grande déposition à la Commission d'enquête de 1888, comme déjà Tooke dans son *Histoire des Prix*. Ils ont fixé sur ce point une doctrine qui est reproduite presque sans changements dans tous les manuels classiques et que Léon Say réaffirmera dans sa préface à la traduction de Goshen ¹. Il faudra attendre jusqu'au *Traité de la Monnaie* de M. Keynes en 1928, pour la voir contester ².

¹ « Il n'y a qu'une opération licite pour attirer l'or de l'étranger, quand le change devient contraire, c'est l'élévation du taux de l'escompte et ce moyen, traité dans l'ouvrage de M. Goshen, prouve surabondamment qu'on ne peut le remplacer par aucun autre, quelque ingénieux que puisse paraître un expédient quelconque. » LÉON SAY, préface à la *Théorie des Changes* de Goshen.

² Cf. le chapitre 13, entièrement consacré à ce sujet.

Par contre, dès ce moment apparaissent de nombreuses critiques des variations trop fréquentes du taux de l'escompte, en particulier en France, et l'on suggère de divers côtés de substituer à l'élévation du taux de l'escompte d'autres méthodes qui épargneraient au marché et au commerce en général les à-coups provenant de hausses et de baisses brusquées. D'autre part, de grandes divergences de vue apparaissent sur la possibilité pour la banque d'émission de commander au taux d'escompte ou sur la nécessité où elle est de le subir. Ces deux points de la doctrine classique des banques centrales méritent qu'on y insiste.

Déjà Tooke en 1840 reprochait à la Banque d'abaisser son taux d'escompte trop bas en temps normal afin d'attirer la clientèle. La banque d'émission, dit-il, devrait avoir constamment en vue le maintien d'une réserve suffisante et ne devrait pas laisser son taux tomber au-dessous de 4 %. En le laissant tomber plus bas, elle agit comme une banque privée qui voudrait attirer la clientèle et par là elle laisse sa réserve s'épuiser, alors que son rôle de banque centrale lui commanderait de toujours conserver une réserve plus élevée en vue de l'éventualité d'une crise.

En France, lors de l'enquête de 1864, plusieurs déposants appartenant surtout au monde de la banque, adressent à la Banque de France le reproche contraire, celui d'élever trop volontiers son taux : la Banque de France devrait s'efforcer d'épargner au commerce des élévations trop fréquentes et trop importantes, elle devrait considérer comme un de ses devoirs de maintenir une grande stabilité à son taux d'escompte et laisser sortir de l'or plutôt que de suivre presque mécaniquement les hausses du taux de l'escompte du marché de Londres, au grand détriment du commerce français. Ces reproches s'expliquent par les trop fréquentes hausses de l'escompte que le mécanisme absurde de l'Act de Peel imposait à la Banque d'Angleterre, et qui, bien entendu, réagissaient aussitôt sur le marché de Paris. Ce sont en particulier les frères Pereire qui, avec véhémence, soutiennent cette thèse¹, à l'encontre des

¹ Dans le livre qu'Isaac Pereire publie en 1864 et qui a été l'occasion de l'Enquête sur la circulation monétaire, *La Banque de France et l'Organisation du Crédit en France*.

banquiers comme d'Eichthal aux yeux desquels la solidarité des deux marchés de Londres et de Paris impose à la Banque de France de suivre les écarts du taux du marché de Londres ¹.

C'est ici qu'interviennent deux ordres de suggestions tendant à donner à la Banque d'autres moyens d'action pour lui permettre de se défendre contre les variations du taux de Londres, sans cependant faire supporter au commerce français les contre-coups de ces variations.

L'une d'elles n'a plus qu'un intérêt de curiosité : les Pereire proposaient de vendre les rentes constituant le capital de la Banque de France et de les remplacer par un stock métallique. Cette proposition s'est heurtée aussitôt à la critique suivante : la vente des rentes retirerait au marché intérieur des espèces métalliques ou plus vraisemblablement des billets, et la banque se verrait obligée d'accroître ses escomptes d'un même montant pour combler le vide qui résulterait de l'opération dans la circulation générale. Le chiffre des billets resterait donc le même ou serait augmenté sans que la Banque ait véritablement renforcé son encaisse. Si, au contraire, la Banque s'adressait à l'étranger pour attirer de l'or, le drainage ainsi exercé sur les marchés étrangers amènerait ceux-ci à relever le taux de leur escompte et à réattirer aussitôt une partie de l'or que par cette opération on tentait de leur enlever. Dans les deux cas, la situation de la Banque ne serait nullement renforcée.

L'autre suggestion est intéressante parce que, repoussée par la Banque à ce moment — comme elle l'avait été en Angleterre par Lord Overstone dans l'enquête bancaire de 1840 — elle a été beaucoup plus tard adoptée par elle; il s'agit de la constitution d'un portefeuille d'effets étrangers, non pas comme une méthode permanente ou décisive, mais comme un procédé capable de parer momentanément à une courte crise et d'éviter ainsi, en cas de déséquilibre passager de la balance des comptes, une hausse toujours pénible du taux de l'escompte. Cette proposition a été défendue par plusieurs des déposants ².

C'est en réalité une méthode intermittente de Gold Ex-

¹ Cf. les observations de d'Eichthal sur la déposition des Pereire.

² Cf. en particulier la déposition de M. Pinard.

change Standard qui est ainsi préconisée. La Banque de Belgique, dès cette époque, employait volontiers ce procédé. Plus tard (en 1906 et 1907), cette pratique sera adoptée dans des circonstances exceptionnelles par la Banque de France elle-même, pour venir en aide à la place de Londres et, dans une mesure beaucoup plus large, en 1927 et 1928, pour éviter d'embarrasser Londres par des retraits d'or que les énormes dépôts de la Banque de France à Londres lui auraient permis d'opérer.

En 1864, la proposition tendait seulement à permettre à la Banque, en cas de hausse du dollar ou du sterling, d'alimenter pendant quelque temps le marché en traites sur New York ou sur Londres sans avoir à retenir les capitaux par la hausse de l'escompte. Il ne s'agissait que de parer à une difficulté momentanée. Le même effet serait résulté de la possession d'un important stock d'or permettant à la Banque de supporter un drainage de métal, sans prendre des mesures immédiates de défense. Les promoteurs de la mesure se rendaient très bien compte qu'en cas de balance fortement et durablement défavorable, la méthode était inefficace; dans ce cas, c'est la balance même qu'il faut corriger, et pour cela s'efforcer de modifier le courant soit des capitaux, soit des marchandises.

Les adversaires de la mesure sont, à ce moment, les représentants des grandes maisons privées, elles-mêmes détentrices d'un important portefeuille d'effets sur l'étranger. Les dépôts du baron Alfred André et du baron James de Rothschild sont particulièrement significatives à cet égard. Dès cette époque et toujours depuis lors, les banques privées se sont constitué un portefeuille de traites sur Londres : d'abord pour bénéficier de la différence d'intérêt souvent considérable entre les deux places et aussi pour s'assurer un moyen sûr d'obtenir à chaque instant de l'or (métal dans lequel le billet de la Banque d'Angleterre était toujours convertible), au cas où la Banque de France, usant de son droit légal, aurait offert en échange de ses billets de l'argent au lieu d'or (pratique contre laquelle s'élève d'ailleurs Léon Say dans sa préface déjà citée). En d'autres termes c'était Londres et non Paris qui servait en quelque sorte de banque centrale à ces banques.

Ce portefeuille entre les mains de banques privées formait donc une réserve toujours disponible permettant, par sa seule

elle-même qui, par l'intermédiaire de ses crédits d'acceptation par un simple refus de renouvellement, soit de s'assurer des

Les arguments mis en avant par les adversaires de la échéance, d'assurer à la place de Paris des rentrées d'or substantielles. Situation analogue à celle de la place de Londres égal les demandes d'or qu'on pouvait lui adresser.

au commerce du monde entier, était à chaque instant en état, rentrées importantes d'espèces, soit de réduire d'un montant mesure proposée étaient doubles : d'une part, un tel portefeuille entre les mains d'une institution aussi puissante que la Banque de France pourrait être considéré par les marchés étrangers comme une menace dangereuse (c'est bien en effet ce qui s'est produit dans les années 1927 et 1928) ; d'autre part, les banques d'émission étrangères, en se constituant elles-mêmes des portefeuilles de traites sur la France, pourraient, disait-on, contre-carrer facilement une telle politique.

Une autre méthode d'agir sur le marché est signalée au cours de l'enquête par Alphonse de Rothschild. C'est celle qui consiste pour la Banque d'Angleterre à forcer le marché de relever son taux d'escompte quand il s'éloigne trop de celui de la banque. Grâce aux fonds d'Etat ou aux bons du Trésor qu'elle détient, elle est en mesure soit de vendre ces fonds au marché, soit d'emprunter en les donnant en gage et de retirer ainsi aux banques une partie de leurs disponibilités, ce qui les contraint à relever le taux de leur propre escompte.

Mais le baron de Rothschild ajoute aussitôt qu'une telle méthode suppose que les fonds d'Etat sont considérés par les banques qui les achètent comme un placement de toute sécurité et sans risque de variations de cours, en un mot que le crédit de l'Etat est au-dessus de toute suspicion. Il observe que celui de l'Etat français n'est pas encore assez incontesté pour permettre l'emploi des méthodes de ce genre. Toute la politique de l'« open market » apparaît ici dans les discussions.

Tout le monde cependant s'accorde à reconnaître que l'élévation du taux d'escompte, arme par excellence de défense de l'encaisse, ne doit être employée qu'en dernier ressort. Thiers, ici encore, exprime avec force une pensée juste.

Comme frein, comme moyen d'arrêter le mouvement de la spéculation quand il devient inquiétant, j'admets que l'élévation de l'escompte puisse être une bonne chose en soi, mais à la condition d'être employée à propos, non pas pendant la crise, mais avant la crise et dès qu'on commence à la prévoir. Je reconnais qu'il est difficile d'agir ainsi, et qu'il faut un grand courage dans la prévoyance, parce qu'on ne manquera pas de reprocher à la banque d'arrêter les affaires. Le frein n'est alors employé que trop tard, et après avoir donné des facilités quand il aurait fallu les refuser, on les retire quand il faudrait les accorder. L'élévation de l'escompte n'a donc pas beaucoup d'utilité comme frein, et il n'en a véritablement que pour empêcher l'encaisse métallique de s'écouler chez nos voisins. Or les circonstances révélées surtout par l'état du change, prouvent souvent que le danger de cet écoulement n'est pas réel. Néanmoins, je le répète, on ne saurait absolument condamner les élévations d'escompte, et elles deviennent même légitimes, indispensables, si l'on a des métaux précieux à acheter. La Banque a quelquefois dépensé jusqu'à 14 millions de primes à la fois pour se procurer de l'or, et il est naturel que l'escompte s'en ressente. Je voudrais seulement que la Banque de France, au lieu d'élever son escompte à 10 %, comme les Anglais, pût se renfermer dans une marge plus étroite, ne descendit pas au-dessous de 4, pour ne pas monter ensuite au delà de 6 ou 7 % au plus. Mais en ce cas même il n'y a rien d'absolu, et ce qu'on peut conseiller, c'est de rendre ces variations aussi modérées que possible¹.

Une dernière question, que l'on ne saurait passer sous silence, est agitée à l'enquête sur la circulation fiduciaire. Quels sont les pouvoirs réels de la banque centrale en matière d'escompte? Impose-t-elle par son taux sa volonté au marché, ou se borne-t-elle à constater l'état de fait résultant de l'offre et de la demande des capitaux à court terme?

La Banque de France, par la voix de son gouverneur, M. Rouland, et aussi par celle de M. Thiers, dont la déposition à cet égard est très intéressante, prétend ne jouer en réalité qu'un rôle d'enregistreur, « elle se borne, disent ces déposants, à constater ce qui existe », et plus tard encore, dans son célèbre rapport, Burdeau écrira : « Ce serait une vue fausse de croire que la banque fixe le taux de l'escompte arbitrairement. Elle ne peut que constater le cours de l'argent »².

A cette théorie officielle, s'oppose la conception de Bagehot. Il fait remarquer très exactement que la Banque, détenant elle-même une portion importante des ressources du marché, est comme un détenteur de marchandises non périssables qui pourrait à son gré en offrir plus ou moins et ainsi en faire

¹ Déposition de Thiers en 1866 à l'enquête sur la circulation monétaire t. II, pp. 439-444.

² Rapport Burdeau, p. 34.

varier le prix. Il est clair que cette vue est bien plus exacte que la précédente, à condition de ne pas oublier cependant que le pouvoir de la Banque n'est pas arbitraire et que des limites très précises sont fixées à sa dictature par les ressources mêmes du marché. Toute tentative de la Banque d'élever le taux de l'escompte à un moment où le marché libre dispose de ressources très abondantes sera sans effets. Bien plus, les écarts entre ce que l'on appelle le taux du marché et le taux officiel sont une des meilleures indications de la situation de l'offre et de la demande.

Mais sous cette réserve les pouvoirs d'une banque centrale sont à cet égard bien supérieurs à ce que la Banque de France et M. Thiers auraient voulu faire croire. Il suffit de rappeler l'action qu'elle peut avoir sur le marché par les « open-market operations ». Il ne faut pas oublier non plus qu'en France par exemple, l'escompte commercial se fait normalement par toutes les banques un peu au-dessus du taux de la Banque, de sorte que celle-ci règle en réalité le taux d'escompte en vigueur dans tout le pays.

Ce qui est vrai c'est que si la Banque se trompe dans l'appréciation de son taux, des réactions, soit dans les mouvements d'or extérieurs, soit dans ceux du crédit intérieur, soit dans le mouvement de la spéculation boursière, ne tardent pas à se produire et l'obligent à modifier sa politique.

On voit combien, dès cette époque, tous les éléments de la politique des banques centrales d'émission étaient connus en France des spécialistes et discutés dans leurs effets et dans leurs conséquences, alors que la plupart des économistes, même ceux qui s'occupaient spécialement des questions de banque, tels que Courcelle-Seneuil, restaient étrangers à la conception d'une banque centrale et de ses fonctions.

§ 3. — La banque d'émission, réserve d'or suprême du pays.

De Bagehot aux Banques fédérales de Réserve des Etats-Unis

Dans toute la période dont nous venons de résumer les idées, la notion de banque centrale et celle de banque d'émis-

sion sont étroitement liées dans les esprits. C'est parce qu'elles étaient des banques d'émission que la Banque d'Angleterre et la Banque de France sont devenues des banques centrales : telle est la conviction générale. En réalité ce n'est pas seulement pour cela. C'est aussi et même surtout parce que ces deux banques fonctionnaient dans la capitale de l'Angleterre et dans celle de la France, où s'effectuent une immense proportion des paiements du pays, et parce que la tendance des banquiers et des hommes d'affaires, dans un centre de cet ordre, est de *simplifier* les moyens de paiement et de remplacer partout où cela est possible les transports malcommodes de monnaie métallique par des procédés moins encombrants. Le procédé qui s'offrait à eux au XVIII^e et au XIX^e siècle était le billet de banque. D'où la concentration de l'or dans les banques d'émission de la capitale. Mais si le procédé employé à ce moment au lieu d'être le billet avait été le virement ou le chèque, les banques centrales ne s'en seraient pas moins formées. On aurait versé l'or à la banque la plus importante, à celle qui inspirait le plus de confiance et l'on se serait borné à se faire inscrire en compte le crédit correspondant. Une banque de virements pouvait — au moins en théorie et si le billet de banque n'était pas historiquement le « pionnier du chèque » — aussi bien qu'une banque d'émission devenir « banque centrale », et concentrer la réserve d'or du pays.

Au fur et à mesure que le système des chèques et des virements s'est répandu dans les pays anglo-saxons, cette distinction entre le procédé de l'émission et la fonction de banque centrale est apparue de plus en plus nettement. Quelques hommes perspicaces se sont aperçus (et l'ont proclamé dans des livres célèbres) que ce qui importe à un grand pays — pour parer aux crises intérieures et pour assurer les paiements extérieurs en monnaie internationale — c'est avant tout la concentration de la monnaie étalon, l'or, dans une réserve centrale qui en assure le meilleur emploi. Que cet or soit disponible au moyen de chèques sur la banque centrale ou au moyen de billets, c'est là une question de commodité matérielle et non de principe.

Ainsi s'est peu à peu développée entre 1870 et 1914 l'idée que les banques centrales d'émission étaient et devaient être

d'abord et avant tout des « banques centrales de réserve ». C'est le nom qu'ont pris les nouvelles banques d'émission américaines quand elles se sont constituées en 1913.

En France, Vuitry avait admirablement vu et décrit comment la concentration de l'or dans un seul réservoir en assure la distribution rapide sur tous les points où il fait défaut. Cette concentration constituait à ses yeux l'avantage principal d'une banque d'émission unique. Le billet de banque était utile dans la mesure où il facilitait cette concentration.

En Angleterre, l'Act de Peel et les idées qui l'inspiraient ont ici encore détourné et retardé l'évolution naturelle des idées. Pour ses promoteurs, une fois fixé le régime de cette monnaie spéciale qu'est le billet de banque (et c'est le rôle du Currency Department), la Banque d'Angleterre dans la mesure où elle est banque de dépôts n'est plus dans une situation spéciale. Elle est une banque de dépôts au milieu de beaucoup d'autres; elle n'a ni responsabilité, ni obligations spécifiques. Comme toute autre entreprise elle remplit sa tâche en faisant des bénéfices. Hantés par l'idée d'économiser la monnaie, dédaigneux des enseignements de Tooke, les promoteurs de l'Act et Lord Overstone en particulier ¹, loin d'aspirer à réunir une forte encaisse, souhaitent au contraire voir l'encaisse métallique réduite au minimum.

Bagehot en attirant l'attention sur le rôle de la banque comme réserve suprême du pays, et sur les responsabilités que ce rôle implique, a vraiment dans son livre classique — l'un des plus brillants et des plus profonds qui aient été écrits sur ce sujet — ramené la doctrine anglaise du crédit et des banques dans la voie tracée par Thornton et Tooke et dont Ricardo l'avait détournée.

L'occasion de son livre est la faillite en 1866 de la maison Overrend et Gurney qui avait obligé une fois encore la Banque d'Angleterre à demander la suspension de l'Act de Peel pour sauver la place de Londres d'un désastre. Bagehot en prend

¹ A l'enquête de 1840, il s'exprime ainsi : « Je n'hésite pas à dire que toute réserve de lingots qui a été suffisante dans le système existant, sera trouvée amplement suffisante dans le nouveau système que nous proposons; et j'envisage sans hésitation que l'expérience nous permettra bientôt de réduire ce montant. » (GREGORY, *Statutes*, etc., p. 59, t. 1^{er}.)

texte pour formuler une fois de plus la doctrine que la Banque d'Angleterre — même considérée comme simple banque de dépôts — est une banque centrale avec toutes les obligations que ce rôle unique comporte.

Qu'il ait fallu, en Angleterre, consacrer un ouvrage spécial à défendre un principe qui semblait largement admis par tous les hommes compétents, économistes ou financiers, cela ne peut s'expliquer que par l'organisation étrange que l'Act de 1844 a imposée à la Banque d'Angleterre. L'ouvrage de Bagehot ne se comprend que si on garde présente à l'esprit cette organisation. Alors que dans tous les autres pays, on parle de l'encaisse de la banque et de sa *marge d'émission* comme ressource suprême en temps de crise, Bagehot ne parle que de la *réserve* du « Banking Department ». C'est cette réserve qui constitue, dit-il, la ressource suprême du pays. Bagehot se refuse à discuter une fois de plus des mérites ou des inconvénients de l'Act de Peel. Il le prend tel qu'il est, il ne veut pas s'occuper de l'émission des billets, mais uniquement du rôle du « Banking Department ». Or la Banque d'Angleterre est devenue, à travers le « Banking Department », le caissier de toutes les banques anglaises qui y déposent leur propre encaisse. D'autre part, l'encaisse des banques provinciales et des sociétés de crédit ne dépasse guère 12 à 15 % de leurs propres dépôts (le reste est employé à faire crédit). Il n'existe donc, en dehors de la « réserve » de la Banque d'Angleterre, c'est-à-dire de l'encaisse du « Banking Department », aucun moyen de faire face à une demande brusquée de moyens de paiement.

On sait que cette « réserve » est constituée uniquement par le montant des billets non émis par l'*Issue Department*, lequel n'a pas le droit de dépasser un chiffre fixé une fois pour toutes, sauf si on lui apporte de l'or. La réserve du Banking Department est donc absolument inélastique (du fait de l'inélasticité même du système d'émission). Elle ne peut s'élargir que par un appel au gouvernement pour faire autoriser un supplément de billets.

Bagehot en conclut que la Banque — plus spécialement le Banking Department — n'a pas le droit de se comporter

comme une banque de dépôts ordinaire. La Banque ne peut se contenter d'une encaisse (d'une « réserve ») de 10 ou 12 %, en face des dépôts exigibles qui figurent à son passif et qui représentent les encaisses de toutes les banques anglaises. Elle doit s'assurer une marge de crédit, c'est-à-dire d'émission de billets, qui lui permette de faire face à n'importe quelle panique. Pour cela elle doit limiter en temps ordinaire ses escomptes et laisser inactifs une portion importante de ses dépôts. Certes la Banque d'Angleterre en pratique se rendait compte de cette obligation. En théorie elle la contestait. Bagehot voudrait qu'elle la reconnût ouvertement et publiquement et en fit la base de sa politique de crédit.

Telle est la thèse de Bagehot. Pour la première fois il fait la théorie d'une banque centrale à propos d'une banque qui se croit ou se prétend exclusivement banque de dépôts. Mais sa doctrine s'applique en réalité à toutes les banques d'émission et à travers la « réserve » du *Banking Department*, qu'elle mentionne seule, vise aussi bien l'encaisse métallique et la faculté d'émission de toutes les banques centrales. Elle dépasse aussi la préoccupation d'une simple panique intérieure pour envisager la fourniture d'espèces en cas de drainage extérieur.

Dernièrement, écrit-il, notre dette s'est augmentée encore. Depuis la guerre franco-allemande [il écrit au lendemain de la guerre de 1870-1871], on peut dire que nous avons entre les mains la réserve de toute l'Europe [l'Amérique ne compte pas encore]. Sur le continent, le système des dépôts chez les banquiers est si peu en usage, qu'il est inutile de se préoccuper d'une réserve considérable afférente à ces dépôts; en un mot, la réserve absolument indispensable en Angleterre et en Ecosse est inutile sur le continent. Mais toutes les grandes agglomérations d'hommes ont quelquefois des paiements considérables à faire en espèces: il faut donc qu'il y ait, quelque part, un réservoir de ces espèces. Autrefois, il y en avait deux en Europe: la Banque de France et la Banque d'Angleterre. Mais, depuis que la Banque de France a suspendu ses paiements en espèces [la Banque de France avait institué le cours forcé au cours de la guerre de 1871 et l'a conservé jusqu'en 1876], elle ne peut plus servir de réservoir. Personne, en effet, ne peut être certain que la Banque de France lui remboursera un bon sur elle en monnaies d'or ou d'argent. En conséquence, toute la responsabilité des paiements internationaux en espèces est retombée sur la Banque d'Angleterre.

Ayant ainsi rappelé les responsabilités spéciales qui incom-

bent à la Banque d'Angleterre, il conclut avec une certaine amertume ¹.

Les administrateurs de la Banque ont donc un immense devoir national à remplir, et on aurait pu penser que nos principaux hommes d'Etat, à défaut du Parlement lui-même, leur auraient enjoint d'y veiller avec soin. Mais le Parlement n'a pris aucune décision dans ce sens; à peine un homme d'Etat entre tous a-t-il élevé la voix. Il y a, au contraire, une foule d'autorités à commencer par Sir Robert Peel, à finir par M. Lowe [le Chancelier de l'Echiquier de cette époque], qui soutiennent que la section de la Banque d'Angleterre qui s'occupe des opérations de banque est tout simplement une banque comme les autres, une compagnie analogue aux autres compagnies; que, dans cette capacité, elle n'a pas de position particulière et aucun devoir public à remplir. Si on demandait leur avis aux neuf dixièmes des hommes d'Etat anglais, relativement à la direction à imprimer à la Banque d'Angleterre, ils répondraient que cela ne les regarde pas, que cela ne regarde pas le Parlement, et que c'est à la Banque à s'arranger comme elle l'entend.

Il s'en suit que nous avons placé la garde exclusive de notre réserve entière dans les mains d'un seul groupe d'administrateurs, qui ne possèdent aucune éducation particulière, qu'on pourrait appeler des banquiers amateurs, qui n'ont pas plus que d'autres un intérêt spécial à ce que cette réserve ne diminue pas, qui ne sont pas engagés à conserver cette réserve intacte; à qui aucun homme d'Etat n'a intimé l'ordre de veiller sur cette réserve assurant, au contraire, que cela ne les regarde pas, qui sont choisis par des actionnaires, dont les revenus augmenteraient si cette réserve diminuait; qui ne craignent pas et qui n'ont pas lieu de craindre la ruine, en escomptant même que cette réserve disparaisse totalement.

Il faut bien admettre que cette manière de faire est tout au moins fort étrange.

Bagehot conclut à la supériorité de l'organisation de la Banque de France et réclame la nomination à la Banque d'Angleterre d'un vice-gouverneur permanent qui serait chargé de rappeler constamment aux administrateurs passagers le devoir et les fonctions spéciales de la Banque.

Le livre de Bagehot — continuant à soixante-dix ans de distance celui de Thornton — reste pour les économistes non seulement un plaidoyer éloquent pour une cause juste, mais le modèle parfait de l'analyse d'un marché monétaire. Cet exposé de la minutieuse division du travail du marché de Londres, avec ses banques de dépôts, ses courtiers d'escompte, ses maisons d'acceptation, et leur dépendance à l'égard de la Banque d'Angleterre, est aussi intéressant pour le sociologue

¹ Nous citons d'après la traduction française de 1874. Le passage se trouve aux pages 40 et 44.

que pour l'économiste, aussi important pour le banquier que pour l'homme d'Etat ¹.

Le problème du renforcement de l'encaisse de la Banque d'Angleterre n'était cependant pas résolu. Il allait continuer à préoccuper les techniciens et les économistes jusqu'à la veille de la guerre mondiale. Vingt ans après la publication de *Lombard Street*, une nouvelle crise éclate, celle de la maison Baring. Pour permettre le renforcement de son encaisse et une émission supplémentaire de billets, la Banque d'Angleterre s'adresse à la Banque de France et à la Banque de Russie. L'impression produite sur l'opinion par cet appel à l'étranger est considérable. L'insuffisance de la réserve d'or est affirmée par les plus grands organes de l'opinion. « Depuis de nombreuses années, écrit le *Times*, la réserve d'or a été trop faible, comme nous n'avons cessé de le signaler. » Le journal suggère que le gouvernement rembourse à la Banque la dette qui figure comme capital dans le bilan de celle-ci, « ce qui lui permettrait, continue-t-il, de détenir un plus grand nombre de lettres de change, comme fait la Banque de France, et d'exercer, par ce moyen, un contrôle plus effectif sur le marché de l'escompte et par suite sur les importations et les exportations d'or ». Il ajoute « qu'une trop grande portion de l'actif de la banque consiste en investissements immobilisés. Si la banque faisait plus d'escomptes, elle pourrait supporter les frais d'une plus large réserve de lingots inemployés qu'elle ne peut le faire aujourd'hui ² ».

Ainsi comme au temps de Bagehot, l'organisation de la Banque de France est présentée comme un modèle à suivre. Mais une fois de plus le danger ayant passé, les choses restent en l'état. La suggestion faite à cette date par Lord Goschen, chancelier de l'Echiquier, d'émettre des billets en plus petites coupures pour renforcer l'encaisse de la Banque n'est pas suivie d'effet. Elle est un symptôme intéressant de l'orientation des idées. Mais depuis lors la question ne cesse pas d'être à l'ordre du jour. Elle y est d'autant plus que l'exploitation des mines

¹ Cf. pour une description du même marché tel qu'il fonctionne aujourd'hui, l'excellent livre de M. TRUPHTIL : *Le Système bancaire anglais et la Place de Londres*, 1933.

² Cf. cet article du 24 novembre 1890 dans GREGORY, *Select Statutes*, etc., t. II, p. 193.

du Transvaal et l'accumulation d'or qui en résulte à partir de 1890 pour la plupart des banques d'émission fortifient singulièrement la situation monétaire du monde et fait de l'acquisition d'une large réserve un objet de convoitise pour tous les pays.

Systématiquement, en Allemagne et en France, les entrées d'or sont encouragées. La balance des comptes française, malgré le rôle joué par Paris comme prêteur international à long terme, laisse chaque année en France un excédent substantiel d'importations métalliques.

Le seul pays où malgré l'afflux d'or international, la réserve de la Banque reste à peu près stationnaire, est l'Angleterre. Situation étrange si l'on songe d'une part que Londres est le grand marché de l'or, et d'autre part que le montant des crédits internationaux consenti par les banques anglaises dépasse de beaucoup celui fait par n'importe quel autre système bancaire du monde. Des critiques se font jour de tous côtés. CLARE fait remarquer¹ que l'encaisse de la Banque d'Angleterre sert de réserve non seulement au marché monétaire anglais, mais, en cas de crise généralisée, au monde entier. Inglis Palgrave² appelle l'attention sur le paradoxe d'une encaisse devenue de plus en plus faible par rapport aux engagements non seulement de la Banque d'Angleterre elle-même, mais de l'ensemble des banques du Royaume-Uni, et sur l'impossibilité dans ces conditions d'avoir un taux d'escompte aussi stable que sur les principales places étrangères. Il conclut à la nécessité d'une entente entre les banques pour s'assurer une encaisse suffisante. A la veille de la guerre il reviendra sur le même sujet, dans un article du *Bankers' Magazine* de 1912, en comparant les acquisitions d'or de la Banque d'Angleterre à celles des autres banques continentales et en montrant leur insuffisance.

Mais c'est la crise de 1907 qui a fait surgir en pleine lumière les responsabilités internationales de la place de Londres en même temps que la faiblesse de ses réserves. A ce moment, un brusque accès de défiance provoque à New York et sur tout le territoire des Etats-Unis d'énormes retraits de dépôts dans les banques. L'absence de banque centrale entraînant l'impossibilité pour les banques des Etats-Unis de rées-

¹ CLARE, *Le Marché monétaire anglais*, 1894, pp. 112 et 113.

² *Bank Rate and the Money Market*, 1903.

compter leurs portefeuilles met momentanément le marché américain en état d'insolvabilité. L'or fait prime sur les chèques et même sur les billets. Cette prime attire l'or européen et c'est à Londres que l'on s'adresse pour fournir le métal nécessaire. Londres se trouve débordé à son tour. Il relève son taux d'escompte pour attirer les réserves du continent. La Banque de France, expédie de l'or à la Banque d'Angleterre et consent à réescompter un portefeuille anglais.

Ces circonstances démontrent une fois de plus la nécessité de fortes réserves d'or pour les banques centrales et l'utilité d'établir une banque centrale là où elle n'existe pas. La conséquence fut en Angleterre le beau livre de Hartley Withers, *The Meaning of Money* (1909), digne continuation du chef-d'œuvre de Bagehot, et aux États-Unis la création des *Banques fédérales de Réserve*, avec toute l'énorme littérature bancaire que cette création a suscitée.

Withers, dans son livre véritablement classique et qui renouvelle à quarante ans de distance la pénétrante analyse faite par Bagehot du marché monétaire de Londres, met en contraste, comme celui-ci l'avait déjà fait, la réserve d'or de la Banque d'Angleterre avec les énormes exigibilités des banques et la faiblesse de la première par rapport aux secondes. Ce qui le frappe d'ailleurs ce sont moins les responsabilités intérieures de la Banque d'Angleterre que ses obligations extérieures formidablement accrues depuis l'époque de Bagehot par l'expansion des crédits internationaux ¹.

Withers examine alors les différentes méthodes qui ont été suggérées pour accroître l'encaisse de la Banque : réserve spéciale du Trésor pour garantir les déposants des caisses d'épargne, — remboursement en or de la dette gouvernementale à la Banque d'Angleterre, — émission de billets d'une livre contre de l'or, — réserve spéciale des banques déposée à la Banque d'Angleterre. Il conclut que toutes ces suggestions aboutissent « à enlever l'or d'une poche pour le mettre dans une autre » ².

Un autre système consisterait à retenir l'or importé mais

¹ Le livre de Hartley Withers a été traduit en français par MM. Rivière en 1920 et publié à la librairie Giard. C'est d'après cette traduction que nous citons.

² WITHERS, *Qu'est-ce que la monnaie?*, p. 249.

cela ne peut se faire que par le maintien d'un taux d'escompte plus élevé. Or relever le taux de l'escompte c'est restreindre le crédit. Peut-être suffirait-il pour cela de la publication hebdomadaire des bilans de toutes les banques importantes et du pourcentage maintenu par chacune d'elles entre son encaisse et ses crédits. Cette publication en faisant ressortir l'exagération certaine des crédits accordés par certaines banques obligerait celles-ci à devenir plus prudentes : « L'effet immédiat de cette mesure serait la suppression d'une certaine quantité de crédits qui ne devraient pas exister. ¹ » Conclusion, on le voit, bien modeste.

Mais la crise de 1907 a eu pour effet principal la création des Banques fédérales de Réserve aux Etats-Unis et la netteté incomparable avec laquelle la notion de banque centrale a été dégagée à cette occasion.

Pour la première fois dans la doctrine économique, on voit la conception de banque centrale, liée non pas à l'émission du billet, mais à l'idée de concentration des réserves métalliques. Ce que l'évolution spontanée des marchés monétaires en France et en Angleterre avait conduit la banque d'émission à devenir (la réserve métallique du pays) est dorénavant considéré comme l'objet même d'une banque centrale, l'émission des billets n'étant plus que *l'une* des méthodes qu'une banque centrale peut employer pour remplir sa fonction essentielle.

Cette évolution des idées est particulièrement sensible chez un écrivain américain d'origine allemande, Paul Warburg, banquier lui-même, mêlé activement à la propagande pour une banque centrale de réserve aux Etats-Unis. Il n'a pas cessé depuis la crise de 1907, dans des articles et des conférences, d'exposer avec une clarté et une ampleur vraiment admirables, le rôle et les fonctions des banques centrales d'émission, tout en participant à la préparation des projets de loi qui ont abouti à l'institution des Banques fédérales de Réserve américaines en 1913. Dans ces articles et ces conférences, qui se multiplient de 1907 à 1924, et qu'il a réunis en 1930 en deux volumes ², on trouve formulée la conception mûrie qu'une

¹ WITHERS, *loc. cit.*, pp. 259-261.

² *The Federal Reserve System, its Origin and Growth. Reflexions and Recollections*, by Paul WARBURG.

évolution de près de cent ans a peu à peu élaborée du rôle et des fonctions d'une banque centrale.

Essayons d'en résumer brièvement les idées essentielles :

1° La crise violente, subie par les Etats-Unis en 1907 et qui a ébranlé toute l'Europe, est le résultat non d'une insuffisance d'or aux Etats-Unis, les réserves métalliques des banques étant à elles seules égales ou supérieures à celles de l'ensemble des banques européennes, mais de la dispersion des réserves entre un très grand nombre de banques. Cette dispersion les a amenées au moment de la crise à thésauriser l'or chacune pour son compte, et a provoqué ainsi à la fois une insuffisance d'or et une panique prolongée. « Le résultat net de notre système est que d'immenses quantités d'or et de monnaie sont inutilisées et qu'en dépit de notre énorme réserve d'or qui est quatre fois plus grande que celle de l'Angleterre et en dépit de notre énorme circulation par tête de 35 dollars, nous avons chaque année une insuffisance aiguë de monnaie ¹. »

Dans une ingénieuse comparaison, il assimile la situation des Etats-Unis au point de vue des réserves à celle d'une ville orientale où chaque maison aurait reçu quelques seaux d'eau pour parer à l'incendie au moment où un violent orage menacerait d'éclater. Si les Etats-Unis avaient eu une réserve centrale à laquelle toutes les banques auraient eu accès pour peu qu'elles eussent disposé d'effets réescomptables, cette réserve aurait épargné la panique et évité la crise ².

Une autre comparaison ingénieuse est celle imaginée par M. Burgess ³. Faisant allusion à l'obligation imposée à toutes les banques américaines de conserver une réserve individuelle, il y voit un système analogue à celui qui existerait dans une grande ville où chaque poste de taxis serait tenu de conserver toujours une réserve de trois ou quatre voitures; il en résulterait pour l'ensemble de la ville une formidable immobilisation de taxis. Sous prétexte d'assurer à chaque instant à toute la clientèle un nombre de taxis suffisant, on diminuerait en réalité l'offre totale des taxis par rapport aux besoins.

Pour Warburg, la concentration des réserves, comme déjà

¹ WARBURG, I. I^{er}, pp. 52 à 55.

² *Ibid.*, p. 125.

³ BURGESS, *The Federal Reserve System*.

pour l'Europe Thiers, Vuitry, d'Eichthal l'avaient fait remarquer, constitue le service essentiel qu'une banque d'émission peut rendre et auquel l'émission monopolisée des billets a finalement abouti;

2° Après de cette concentration des réserves, l'émission des billets n'est qu'une fonction *secondaire* des banques centrales. Les billets servent, dit Warburg, de réservoir « auxiliaire » venant s'ajouter au réservoir principal qui est la réserve d'or. Dans l'organisation d'un système bancaire c'est donc moins l'émission et les conditions d'émission des billets que la centralisation des réserves qu'il faut viser¹.

L'idée de *banque de réserve* prend ainsi nettement le pas sur l'idée originaire de banque d'émission;

3° Une fois constituée une réserve centrale, l'essentiel est que les banques secondaires puissent à chaque instant se procurer, à la banque centrale, des crédits au moyen desquels elles pourront, le cas échéant, obtenir de l'or. Cette transformation en or sera le plus souvent superflue dès lors que les banques secondaires pourront toujours offrir elles-mêmes à leur propre clientèle, sous forme de billets, des créances convertibles en or sur la banque centrale.

Cette notion, évidente pour des esprits européens, et que Thornton avait déjà lumineusement exposée, l'était beaucoup moins pour des esprits américains, dans un pays où le système des lettres de change intérieures n'existait pas, et où les commerçants se procuraient des fonds auprès de leurs banquiers par la remise de simples billets à ordre difficilement réescomptables par une banque d'émission. Ces billets à ordre s'accumulaient dans les banques en contre-partie d'avances, sans constituer pour elles un actif constamment et commodément mobilisable. Aux Etats-Unis les fonds disponibles des banques étaient placés essentiellement en opérations de report à la bourse de New York, de sorte que les disponibilités du pays, au lieu d'être orientées vers un emploi commercial, l'étaient vers le financement de la spéculation boursière². Aussi

¹ WARBURG, t. I^{er}, pp. 123 à 128.

² Elles paraissent d'ailleurs l'être encore dans une large mesure. « L'introduction du Federal Reserve System, écrit M. Melchior Palyi en 1937, n'a pas du tout réussi à changer ce trait caractéristique du marché monétaire américain :

Warburg emploie-t-il une grande partie de sa puissance de persuasion à faire comprendre aux Américains l'utilité d'un système de réescompte qui donnerait à la fois une grande sécurité aux fonds placés en traites commerciales, et assurerait au commerce lui-même un réservoir constamment approvisionné de fonds disponibles;

4° Dans la description lumineuse du système de réescompte des banques centrales européennes dont Warburg ne se lasse pas de montrer les avantages aux banquiers américains, ce n'est pas la Banque d'Angleterre mais bien la Reichsbank et la Banque de France dont Warburg présente le fonctionnement comme pouvant servir de modèle au système qu'il préconise.

Sans formuler aucune critique directe à l'égard de la Banque d'Angleterre, il laisse entendre qu'il n'éprouve pour son organisation hybride et compliquée aucune admiration; celle-ci par contre s'exprime sans réserve à l'égard des banques de dépôts anglaises qui, à ses yeux, constituent les meilleures banques commerciales du monde.

5° Il est un point cependant où Warburg adopte expressément, aussi bien dans son projet de statuts pour les Banques fédérales de Réserve que dans ses articles, une pratique ancienne de la Banque d'Angleterre, que la plupart des banques continentales ont toujours écartée comme dangereuse : c'est l'intervention directe sur le marché de la part de la banque, sous forme d'achats de titres gouvernementaux à échéance relativement brève. Il préconise aussi l'achat d'acceptations internationales dont il voudrait voir se créer à New York un grand marché semblable à celui de Londres.

Il emploie, pour justifier cette double opération, une formule frappante : « La banque d'émission, dit-il, doit pouvoir être à la fois enclume et marteau. » Par là, il veut dire qu'elle doit, dans la fourniture des fonds au marché monétaire, tantôt se borner à un rôle passif attendant que les demandes de réescompte lui viennent du marché lui-même au fur et à mesure de ses besoins, tantôt prendre l'initiative d'intervenir sur le marché, soit pour accroître les disponibilités de celui-ci, soit pour les restreindre en achetant ou en vendant aux banques des effets gouvernementaux.

l'extraordinaire concentration du surplus de fonds liquides vers le financement de la spéculation sur titres » (*The Chicago Credit Market*, p. 82).

En fait les achats de titres gouvernementaux dans les périodes de marasme, où le portefeuille commercial de la banque d'émission tend à se restreindre, a eu surtout pour but, au début, de permettre aux Banques fédérales de Réserve de s'assurer des revenus (grâce à l'intérêt payé sur ces titres par le gouvernement), dans une période de vaches maigres.

Plus tard seulement cette méthode a été employée pour soutenir par un afflux de fonds un mouvement d'affaires actif à une époque où des retraits d'or par l'étranger, en obligeant la banque à élever son taux d'escompte, auraient pu l'entraver.

C'est l'ancienne politique d'« open market ». Poursuivie en grand elle aboutit à substituer aux mouvements d'or normaux comme régulateurs du marché monétaire, l'appréciation de la banque d'émission sur les *vrais* besoins de ce marché. On sait assez à quels résultats discutables cette politique a conduit le marché monétaire américain. Nous avons noté déjà qu'elle tend à « nationaliser » les marchés monétaires, en rendant superflue la solidarité internationale entre les différentes places telle qu'elle s'établit grâce au va-et-vient de l'or. Elle prive d'ailleurs le marché monétaire national du seul frein effectif qu'il puisse rencontrer lorsqu'il prend un essor exagéré par rapport aux marchés étrangers, et qui consiste dans les retraits de métal précieux.

Les conséquences de cette conception n'ont apparu, avec tous leurs inconvénients qu'au lendemain de la guerre. Les banques centrales d'émission ont, à ce moment, de plus en plus renoncé au rôle de répartiteurs de l'or entre les différents marchés mondiaux pour devenir des instruments purement nationaux de création monétaire.

Mais ceci constitue la dernière étape des conceptions relatives aux banques centrales.

Au moment où Warburg écrit, c'est-à-dire dans la période qui suit immédiatement la crise de 1907, l'idée dominante qui se fait jour est essentiellement, comme nous l'avons dit au début, celle d'une banque centrale servant de réserve métallique au pays; à cette conception a correspondu l'organisation des Banques fédérales de Réserve des Etats-Unis. Elles apparaissent désormais comme le type par excellence de la banque centrale et c'est sur ce type, et généralement sous ce nom, que

les nouvelles banques d'émission créées en différents pays vont se constituer.

Ainsi la conception de la banque centrale, née en Angleterre du fonctionnement de la Banque d'Angleterre à la fin du xvm^e siècle, adoptée pour le continent puis momentanément obscurcie en Angleterre par les funestes conceptions ricardiennes, trouve son achèvement aux Etats-Unis au début du xx^e siècle. Elle y est exposée dans sa plénitude par un banquier parfaitement au courant des méthodes bancaires européennes. La doctrine des banques centrales peut ainsi paraître définitivement fondée. C'est à ce moment que surgissent des conceptions plus ambitieuses. Des esprits hardis, sous l'action de la grande crise de 1930, vont demander aux banques centrales de remplir un rôle nouveau : celui de régulateur des prix internationaux.

§ 4. — Les banques d'émission et la stabilisation des prix

Au cours des années qui ont suivi la guerre certains esprits ont pensé qu'une nouvelle mission pouvait être confiée aux banques d'émissions, celle de stabiliser les prix, en proportionnant le crédit par un effort international à ce qu'exigeait le maintien du niveau désiré.

Les banques d'émission elles-mêmes n'ont jamais paru enthousiastes de ces projets. Aux Etats-Unis (où les souvenirs de la dure crise de 1922 hantaient les esprits) un comité du Sénat fut chargé en 1928 de rechercher si l'on ne devait pas confier aux Banques fédérales de Réserve la tâche de poursuivre systématiquement la stabilité des prix. Les plus hautes autorités consultées, parmi lesquelles Benjamin Strong, gouverneur de la Banque fédérale de New York, s'élevèrent vivement contre une pareille obligation qu'une banque centrale d'émission ne pouvait assumer à leur avis en aucun cas ¹.

Mais des esprits imaginatifs comme M. Hawtrey dans son *Art of Central Banking* et M. Keynes dans les derniers cha-

¹ Cf. *Hearings before the Committee on banking and currency House of Representatives*. 69^e Congrès. Washington 1927. 2 vol.

pitres de son *Traité de la Monnaie* ont suggéré qu'un effort commun fût tenté par les banques centrales d'émission pour réaliser au moyen d'une politique systématique de crédit le but que Benjamin Strong déclarait irréalisable.

« Si les banques centrales, écrit M. Hawtrey, coopèrent, elles peuvent contrôler la demande monétaire et la valeur de l'or se conformera à la valeur des unités monétaires en circulation, au lieu que la valeur de celles-ci se conforme à la valeur de l'or ¹. »

Ailleurs le même auteur s'exprime dans les termes suivants :

Les banques centrales sont la source de l'offre monétaire du monde. C'est leur devoir essentiel d'adapter cette offre aux besoins du monde. On a rendu l'offre de monnaie dépendante de l'offre de l'or, mais le rapport entre l'une et l'autre est déterminé par les banques centrales et les législations. Les législations limitent la liberté des banques centrales. Le résidu de liberté laissé aux banques centrales était tout à fait suffisant pour leur permettre de prévenir la dépression et la crise de ces trois dernières années [l'auteur écrit en 1932]. Si elles ne l'ont pas utilisé, la faute en est en partie à la dispersion des responsabilités, en partie à un manque de largeur de vues ².

L'idée de dominer le niveau des prix par la contraction ou l'expansion des crédits a séduit beaucoup d'esprits. A toutes les époques, d'ailleurs, on a admis qu'une banque d'émission intervenant à temps (toute la difficulté est dans ces deux petits mots) pour avertir, par une restriction de ses crédits, une économie prête à s'emballer, serait en mesure de prévenir des crises trop profondes, en empêchant un essor spéculatif trop violent. La nouveauté des suggestions récentes consiste : 1° à intervenir non pas sur un seul marché, mais sur tous à la fois; 2° à le faire non pas seulement pour atténuer une crise possible en la prévenant par une contraction du crédit, mais à se servir d'une *expansion de crédit* pour maintenir un niveau de prix existant, ou pour sortir d'une crise prolongée.

Nul ne contestera que dans certaines circonstances bien déterminées une coopération des grandes banques centrales pourrait atténuer certaines fluctuations de prix, celles en particulier qui sont dues aux abus de crédit. Mais que leur effort

¹ HAWTREY, *The Art of Central Banking*, p. 94.

² HAWTREY, *ibid.*, p. 246.

puisse aboutir ou doive tendre à maintenir d'une manière durable un certain niveau des prix, c'est là une suggestion qui repose à nos yeux sur une confusion entre l'action du crédit, qui ne peut guérir que les maux dus au crédit, et l'action des facteurs profonds et permanents qui déterminent à la longue les grands mouvements des prix.

Cette confusion touche à la conception même du crédit et de la monnaie. Elle mérite de retenir un moment notre attention, sans que, bien entendu, un ouvrage général comme celui-ci puisse entrer dans l'examen du problème tout pratique et constamment changeant de la coopération des grandes banques d'émission.

De quoi s'agit-il en réalité? De la mesure dans laquelle le crédit peut agir sur les prix. Cette question se rattache aux discussions les plus subtiles de ces dernières années sur les effets réciproques de l'épargne et du crédit. C'est sous une forme à peine nouvelle le problème, déjà examiné par Tooke, des relations entre les fluctuations de courtes durées des prix et ce qu'il appelait les mouvements *généraux* de ceux-ci.

Ce que l'on demande aux banques centrales, c'est de faire elles-mêmes, ou de faciliter de la part des autres banques, une expansion de crédit qui permette le maintien du niveau mondial des prix à un certain niveau. Il y a là à notre avis une grande illusion. C'est leur demander d'obtenir le même résultat qu'obtiendrait du papier-monnaie inconvertible (en supposant qu'il ne se déprécie pas par le manque de confiance).

Que peuvent faire des banques centrales? Uniquement des *avances*, et des avances à court terme. Ces avances par conséquent sont nécessairement *remboursables*. Le pouvoir d'achat supplémentaire mis en circulation par les banques doit leur faire retour à un moment (sinon entièrement, au moins en grande partie), et même à un moment assez rapproché, à moins de supposer que les banques d'émission ne considèrent plus qu'elles ont à faire du *crédit*, mais simplement à créer du pouvoir d'achat définitif.

Or comment le pouvoir d'achat avancé par elles peut-il leur faire retour? Uniquement par des prélèvements sur le revenu définitif des bénéficiaires du crédit. En d'autres termes,

si le crédit est remboursable (et on ne peut pas supposer qu'il ne le soit pas) il se substitue à des sommes momentanément absentes, *mais qui doivent être prélevées un peu plus tard sur les revenus définitifs des bénéficiaires du crédit*. C'est dire que l'accroissement actuel de dépenses (avec l'action sur les prix qu'il comporte) sera compensé ultérieurement par une diminution de la dépense, qui *aurait* eu lieu, s'il n'y avait pas d'avance à rembourser, mécanisme qui comporte une tendance à la baisse des prix.

Trois cas se présentent à l'esprit dès qu'on essaye de préciser le problème.

Si les avances faites par les banques sont de pures avances commerciales en vue de l'achat de marchandises existantes dont la vente attendue fournira automatiquement le prix, on aperçoit sans peine que les avances sont remboursées sur le prix brut de la vente, lequel provient du revenu normal de la communauté.

S'il s'agit d'avances représentant ce qu'on appelle du crédit d'exploitation, le problème est plus compliqué, car ici ce que l'avance bancaire remplace momentanément, c'est en réalité une *épargne à long terme* non encore formée. Quand une banque avance à un entrepreneur le montant des salaires et des matières premières qu'il achète, elle remplace par une avance bancaire une somme que normalement l'entrepreneur aurait dû, avant de commencer son entreprise, avoir épargnée sur ses consommations et ses revenus définitifs, et qui devrait lui fournir son fonds de roulement. La banque lui fournit l'avance de cette épargne. Il en résulte qu'au cours des années suivantes, pour se libérer vis-à-vis de la banque, et recouvrer « la liberté de sa trésorerie » l'entrepreneur devra prélever *sur son revenu net*, c'est-à-dire sur ses bénéfices, une épargne *égale à tout le montant de l'avance*. C'est donc au *prix d'une réduction de la demande des marchandises et services exactement équivalente à l'avance bancaire originaire*, réduction qui aura lieu pendant la période ultérieure, — que l'accroissement *actuel* de la demande des produits aura lieu. A moins d'admettre que les banques n'aient pas à se préoccuper de leur *marge de crédit*, et qu'elles puissent prolonger indéfiniment leurs avances, — l'action initiale sur le niveau des prix *sera donc compensée par*

une action en sens inverse exactement équivalente dans la période qui suivra l'avance.

A bien plus forte raison, si les banques font non seulement du crédit d'exploitation, mais encore du crédit d'investissement, — en d'autres termes si elles s'immobilisent en faisant du crédit à long terme avec des fonds à court terme. C'est l'histoire de toutes les crises qui vient ici rappeler à l'observateur que l'on ne peut espérer soutenir le niveau des prix avec de simples crédits bancaires.

Mais, dira-t-on, les avances bancaires ne créent-elles pas elles-mêmes le revenu avec lequel le remboursement pourra après coup s'effectuer ?

Il n'en est rien. Certes les avances bancaires créent des revenus (salaires et profits) qui augmentent la demande générale des produits et par conséquent le revenu *brut* consacré à leur production. Mais le remboursement de ces avances (qui constituent, au moins dans les deux derniers cas, de l'épargne anticipée) ne peut se faire qu'avec de l'*épargne définitive*, c'est-à-dire avec des sommes prélevées sur le seul produit net des entreprises. Or rien ne permet de croire que dans le délai normal d'une avance bancaire, l'épargne de la période soit accrue d'un montant égal à celui de l'avance. Si le remboursement doit s'effectuer dans ce court délai, il est normal au contraire que son montant soit supérieur à ce qu'eût été l'épargne normale de la période. En conséquence il y aura restriction de la demande des produits dans la période qui suit l'avance, par rapport à ce que cette demande *eût été* si l'avance n'avait pas été faite. Et cela déjà pèsera sur les prix.

Ainsi, la hausse des prix due au crédit est ultérieurement compensée par l'importance des prélèvements sur le revenu net que le remboursement du crédit exige.

Ce processus est entièrement différent de celui qui suit l'émission du papier-monnaie — sauf toutefois quand un Etat décide de rembourser ce papier-monnaie, c'est-à-dire de mettre en branle le processus de déflation, qui fonctionne automatiquement pour les crédits bancaires.

La seule atténuation possible à la pression sur les prix

exercée par le remboursement des avances bancaires vient d'un afflux d'or qui, en *accroissant la marge de crédit des banques*, leur permet ou de faire plus de crédit, ou de supporter plus facilement les retards de remboursement de leurs clients.

L'idée que l'on peut maintenir longtemps un niveau mondial de prix au moyen des crédits des banques centrales ou du système bancaire en général me paraît donc tout à fait erronée.

Ce problème, pour être discuté avec fruit, suppose une représentation très claire du mécanisme par lequel le crédit et l'épargne agissent sur le montant des revenus. Nous ne pouvons pas entrer ici dans la discussion de ce mécanisme qui a exercé au cours des dernières années la sagacité de beaucoup d'économistes. Son examen se rattache au problème général de l'épargne et des crises, problème qui dépasse le cadre d'une histoire générale des doctrines sur le crédit, et qui mériterait d'être traité à part. Disons cependant que la manière dont il a été traité au cours de ces dernières années est souvent loin d'être satisfaisante. Le mécanisme de l'épargne est complexe. Les effets de l'épargne sont entièrement différents suivant qu'elle est prélevée sur la consommation ou sur des suppléments de revenu (permettant de ne pas réduire la consommation); — suivant qu'elle joue dans un pays à population stationnaire ou croissante; — suivant qu'elle est investie exclusivement à l'intérieur d'un pays ou aussi à l'extérieur, etc., etc. La plupart des théoriciens qui traitent de ses effets sur l'économie ne tiennent pas compte de ces possibilités variées. Ils poursuivent l'action de l'épargne sur l'économie comme s'il s'agissait d'un phénomène simple dont les conséquences pour la consommation et la production se déroulent rigoureusement suivant un schéma uniforme. Rien n'est moins conforme à la réalité. Ce que nous savons sans doute possible, c'est que l'épargne, dans la mesure où elle est employée à accroître la productivité industrielle ou agricole, tend à faire baisser les prix dans le monde. Rien ne permet de croire que cette action profonde et permanente puisse être combattue par l'expansion des crédits. Par contre l'accroissement de production de l'or (à condition bien entendu que les trésoreries gouvernementales ne s'amuse pas à les stériliser) ou l'émission du papier-

monnaie sont des moyens sûrs (quoique très différents dans leurs conséquences), de provoquer la hausse des prix ou de combattre la baisse ¹.

¹ Je ne puis citer ici tous les auteurs qui au cours de ces dernières années ont abordé ces problèmes avec plus ou moins de succès. Mais on trouvera une bibliographie complète du sujet, en même temps qu'une analyse et une discussion remarquable des différentes théories émises, dans l'ouvrage de M. Gottfried von HABERLER, *Prosperity and Depression*, publié à Genève, en 1937 (363 p.). Par ailleurs sur la théorie même de l'épargne le livre de M. DIVISIA, *L'Épargne et la Richesse collective* (Paris, 1928), est particulièrement utile à consulter.

CONCLUSION

La question de l'organisation de la monnaie est de celles qui renaissent constamment. Si l'histoire des doctrines de la monnaie démontre une chose, c'est que la monnaie (qu'elle soit métallique ou de papier) est une « réalité sociale », comme disait François Simiand. Elle n'est pas un procédé comptable superposé à un système économique qui pourrait fonctionner sans elle (conception qui ressurgit à toutes les époques et qui explique beaucoup des erreurs de l'école classique). Etant une réalité économique, elle subit le contre-coup de l'évolution économique, et elle agit elle-même sur cette évolution. Elle est à la fois « enclume et marteau » comme dit Warburg en parlant des banques centrales d'émission. L'instrument qui sert de réserve de valeur, qui permet d'abriter, en attendant de les transformer en objets d'utilité directe, les revenus du travail et de l'épargne, — cet instrument a lui-même une valeur dont les fluctuations réagissent nécessairement sur l'économie. La monnaie « neutre » est une impossibilité. Or les fluctuations monétaires, dès qu'elles apparaissent, suscitent dans les esprits des réactions contradictoires.

Les hausses et les baisses de longue durée des prix internationaux n'ont pas cessé de préoccuper les théoriciens. Dès qu'on les voit se dessiner on cherche les moyens de les atténuer ou d'y échapper. Nous avons montré toute la variété des remèdes imaginés pour se soustraire à ces mouvements puissants. Ils se ramènent tous à créer des monnaies nationales, dont le papier-monnaie est le type essentiel.

Mais à peine s'oriente-t-on dans cette voie, qu'un autre souci surgit : car la rupture avec l'étalon international métallique a pour immédiat résultat des variations des changes, des mouvements intérieurs de prix, des décalages entre les niveaux des prix intérieurs et extérieurs, entraînant des allées

et venues gênantes de capitaux, enfin une instabilité générale résultant de cette « guerre des monnaies »¹ que la variété des étalons déclanche nécessairement, avec une nationalisation consécutive de toute l'économie.

Entre ces deux grandes alternatives : étalon international avec le risque de longs mouvements des prix en hausse ou en baisse, mais communs à l'ensemble du monde, et étalons nationaux avec toutes les instabilités et toutes les entraves qu'ils comportent — les réformateurs de systèmes monétaires doivent d'abord choisir. La plupart préfèrent ne contempler que les avantages soit de l'un soit de l'autre système. Leur propagande en est facilitée, mais la vérité n'y gagne rien. Il faut voir aussi ce que chacun d'eux comporte de sacrifices. Ceux qui accompagnent l'abandon de l'étalon international sont tels, à nos yeux, qu'un pays, en y consentant, condamne son économie et sa sécurité politique aux plus grands dangers.

Mais les systèmes monétaires sont influencés par d'autres circonstances encore que par l'évolution économique normale : il y a les guerres, il y a les crises.

L'importance que les guerres et les crises ont eue dans la formation des systèmes et des idées monétaires est immense. Ce livre le démontre surabondamment.

En temps de guerre la monnaie est nationalisée. Elle cesse d'être « enclume » pour devenir « marteau ». Les Etats, en émettant le papier-monnaie pour les besoins de leurs finances, sacrifient la fonction de réserve de la monnaie pour utiliser celle-ci exclusivement comme un pouvoir d'achat dont ils rendent obligatoire l'acceptation. Personne n'ignore plus après la guerre mondiale quels bouleversements des prix, des revenus, des changes en résultent.

En temps de crise, ce n'est plus l'Etat, c'est la communauté économique elle-même qui semble à plaisir modifier la valeur de l'étalon monétaire. C'est elle qui crée ces alternatives de hausse et de baisse des prix dues à la rapidité plus grande imprimée à la circulation de la monnaie et au ralentissement qui la suit. La liquidation par l'économie nationale ou internationale des crédits exagérés est presque aussi douloureuse

¹ C'est le titre d'un livre récent de M. Mario ALBERTI, *La Guerra delle Monete*, Côme, 1937.

pour une économie (quoique plus courte) que le retour à des prix-or normaux, après une période de papier-monnaie.

Le rêve des utopistes monétaires consiste à rendre ces liquidations sans douleurs. Ils croient pouvoir découvrir un système monétaire apte à faire face à toutes les circonstances, capable de couvrir toutes les fautes et tous les abus sans que les auteurs de ceux-ci (individus, gouvernements ou nations) aient jamais à en subir les conséquences. Ce rêve est plus malfaisant que généreux. Car leur système est généralement de guérir le mal par le mal et les abus de la monnaie par des abus plus grands encore. Ainsi, en médecine, certains charlatans droguent le patient jusqu'au point où l'on ne distingue plus si c'est la maladie ou le traitement qui compromet le plus gravement la santé.

Le problème qui se pose actuellement aux Etats civilisés est heureusement plus simple : il s'agit d'organiser le retour à un étalon international, de rétablir entre des Etats politiquement indépendants un étalon commun sur la base duquel des relations commerciales stables puissent se reconstituer. Cet étalon ne peut être que l'or.

La première condition pour y parvenir est de renoncer aux faux diagnostics dont depuis six ou sept ans on leurre le patient.

Répéter sans cesse que l'étalon d'or est la cause de tous nos maux et que c'est l'or en haussant de valeur qui a bouleversé l'économie du monde, c'est une thèse devenue indéfendable aujourd'hui. Personne ne peut plus penser que la crise de 1929 est une crise ordinaire, ni que sa thérapeutique ressortisse à celle qui convient à des crises de ce genre¹. Il faut reconnaître ce fait très simple, que nous avons à maintes reprises énoncé au cours de ce volume : la guerre mondiale, par l'émission du papier, a fait bondir tous les prix à un niveau incompatible avec les conditions normales de la production de l'or d'une part, et d'autre part de la production des marchandises. La continuité du niveau des prix d'or avait été gravement troublée. Elle paraît aujourd'hui à peu près rétablie. Il a fallu

¹ Je me permets de renvoyer à la brochure que j'ai publiée, accompagnée d'un graphique que je crois démonstratif, intitulé : *Interprétation de la chute des Prix depuis 1925* (Paris, Librairie Sirey, 1936).

pour cela des opérations pénibles mais indispensables, dont la dévaluation a été la principale. A moins de nouvelle guerre mondiale on peut espérer que cette continuité est assurée d'une certaine durée. Après un ébranlement terrible, le niveau des prix paraît ne plus devoir, en temps de paix, subir d'autres fluctuations que celles qui résultent d'une part des périodes ordinaires d'essor et de dépression, d'autre part de l'accroissement plus ou moins rapide de la production des marchandises et de l'or (en tenant compte bien entendu du perfectionnement des méthodes de paiement, mais c'est là un élément dont on n'est pas parvenu jusqu'ici à mesurer les progrès). A moins de nouvelles guerres mondiales un effondrement des prix tel que celui de 1930 à 1935 est en dehors de toute probabilité. Le président des Etats-Unis a souhaité souvent un dollar dont le pouvoir d'achat resterait le même pendant au moins une génération. On peut aujourd'hui sans aucune inquiétude *et à condition de laisser la production de l'or produire ses effets normaux sur l'économie internationale* envisager un dollar dont le pouvoir d'achat baisse lentement et légèrement, ce dont personne ne se plaindra.

Une deuxième condition consiste à reconnaître que les hommes croient à l'or, non pas en vertu de traditions plus ou moins magiques mais en vertu d'une expérience séculaire. Une créance sur l'or — chèque ou billet de banque — est une chose précise et claire que toute personne comprend, comme chacun comprend ce qu'est une hypothèque sur une terre ou une maison qu'il connaît. Une monnaie de papier est une créance sur un inconnu, sur un pays ou sur un gouvernement dont personne ne peut prévoir à l'avance les aventures politiques, sociales ou financières et les décisions arbitraires. Certains théoriciens ont le tort de se représenter les hommes comme plus bornés qu'ils ne sont. Personne n'ignore après les expériences de ces vingt-cinq dernières années que l'homme qui aurait en 1913 transformé toute sa fortune en lingots, l'aurait enfouie dans le sol pour la retirer en 1937, aurait fait la plus belle opération spéculative qui soit. Croit-on que le plus humble des paysans ne se soit pas aperçu qu'au cours de ces vingt-cinq dernières années la seule denrée dont la valeur ait monté sans doute possible est l'or? La stabilité de valeur de l'or est un

fait qui survit à tous les papiers-monnaies. L'idée qu'en le démonétisant on lui ferait perdre sa valeur me paraît entièrement fausse, quoique je la voie partager par tant d'esprits sérieux. Démonétiser l'or n'est rien. Il faut savoir par quoi le remplacer : cela, personne ne l'a dit encore. A l'heure qu'il est aucun système de crédit n'est concevable sans une base-or, visible ou occulte ¹. Plus le système de crédit est complexe et développé plus cette base est nécessaire. Ce n'est sans doute pas par hasard que jamais Londres n'a abrité une plus formidable encaisse-or que depuis qu'il a soi-disant renoncé à l'or.

On serait plus disposé à écouter les partisans des systèmes monétaires détachés de l'or s'ils étaient plus désintéressés. Mais ces réformateurs bénévoles n'ont pas été généralement sans s'apercevoir que l'étalon d'or constitue un puissant moyen de contrôle contre l'arbitraire monétaire ou financier des gouvernements. Or la majorité des hommes est profondément attachée à la stabilité de l'étalon monétaire, et à la stabilité relative des prix qu'il représente. Toutes les mesures qui menacent cette stabilité les inquiètent. Si les intérêts des agriculteurs, des industriels et des commerçants, des ouvriers et des paysans sont souvent opposés, il y a quand même des domaines où ces intérêts se retrouvent solidaires : en tant qu'épargnants, en tant que consommateurs, ils ont le plus grand avantage à la stabilité de l'étalon monétaire et à la stabilité relative des prix qui en résulte. D'où les réactions si générales contre toute mesure pouvant porter atteinte à cette stabilité : fuite devant la monnaie, retraits des dépôts des banques, achat de valeurs réelles, etc.

Il y a aujourd'hui entre le plus ou moins de liberté politique que les gouvernements laissent à leurs sujets et le plus ou moins de liberté qu'ils laissent aux transactions monétaires, un parallélisme singulièrement instructif.

Qu'il y ait dans l'aménagement international de l'étalon d'or des améliorations à introduire, qu'une meilleure entente entre les banques centrales d'émission, que certains accords conclus entre elles puissent éviter des fluctuations secondaires

¹ Il est clair qu'à Londres, par exemple, malgré la non-convertibilité du billet, tout porteur de papier-monnaie sait qu'il peut trouver tout l'or dont il a besoin à un cours à peu près fixe, grâce à la fixité du dollar-or.

du crédit ou même des prix, nous sommes prêts à le reconnaître. Mais toutes ces réformes comportent une condition préalable, c'est que tous les pays dont les Banques centrales ont à la fois le désir et la possibilité de coopérer pour le bien commun soient d'abord revenus franchement et ouvertement à l'étalon-or. Que croit-on qui soit plus aisé? D'organiser une coopération entre des banques ayant entre elles ce trait d'union qu'est l'étalon d'or ou entre pays dont les étalons soient tous indépendants et sans base commune? La réponse n'est pas douteuse.

Certes ce serait la plus grande des illusions que de croire à la fixité éternelle d'un étalon d'or déterminé et une plus grande erreur de la désirer. Il est infiniment probable que les progrès de la civilisation européenne ont été prodigieusement facilités par l'abaissement graduel et lent de la valeur de l'or et par la hausse généralisée des prix qui en est résultée. C'était l'opinion de Hume. Elle prouve une fois de plus la perspicacité de cet homme extraordinairement intelligent. Les grandes transformations industrielles et commerciales sont rendues beaucoup plus aisées par une légère hausse des prix qui facilite toutes les transactions, et allège graduellement les dettes. Elle atténue l'effet des imprudences inhérentes à toute initiative économique. La modernisation de l'Europe après la découverte de l'Amérique n'a été rendue possible que par la diminution généralisée de la valeur de l'or. La guerre de 1914 a exigé dans tous les pays une réorganisation profonde de leur structure industrielle qui n'eût jamais été réalisée sans la hausse des prix résultant de la création monétaire. Mais la guerre excuse bien des choses qui deviendraient criminelles dans la paix.

C'est pourquoi la poursuite après la guerre d'un retour à la parité monétaire d'avant-guerre a été l'une des plus funestes tentatives qui aient été faites. Les pays qui s'en sont faits les champions ont assumé une lourde responsabilité. Nous avons toujours pensé que la dévaluation des monnaies s'imposait au monde après la guerre mondiale et la formidable dénivellation des prix qu'elle a entraînée.

Mais non moins lourde est la responsabilité des pays qui ont cru pouvoir, après la guerre, employer la dépréciation monétaire comme un moyen facile de dissimuler leurs pro-

digalités financières et d'organiser le déficit chronique de leurs finances. Autant la graduelle et très générale hausse des prix due à l'abondante production d'or est favorable à l'économie, *parce qu'elle est internationale*, autant l'organisation consciente ou inconsciente de l'instabilité des prix et du désordre financier dans le cadre national constitue un affaiblissement des forces économiques du pays et une prime scandaleuse offerte à la spéculation au détriment du travail et de l'épargne.

Des deux erreurs commises après la guerre par les Etats belligérants, — le retour à tout prix à la parité d'avant-guerre ou le mépris de l'équilibre financier devant conduire à de nouvelles dépréciations monétaires, — il est difficile de dire laquelle a été la plus funeste.

En tout cas, aujourd'hui, où le retour à l'étalon international est devenu une nécessité évidente, il apparaît avec une clarté lumineuse que ce retour n'est possible qu'à la condition que la discipline financière qu'il implique soit respectée par tous les Etats qui le souhaitent. Maintenant que les niveaux de prix-or sont revenus à un étiage qu'on peut considérer comme normal, le seul danger que courent les monnaies vient de la mauvaise administration financière des Etats, et de la poursuite par tous les groupes d'intéressés d'avantages qui ne peuvent être obtenus qu'en entravant l'activité légitime de l'ensemble de la nation.

Quant à la politique qui consiste à « stériliser » l'or par crainte d'une trop rapide hausse des prix, elle ne me paraît pas moins funeste. Les lecteurs de ce livre en trouveront sans peine l'origine dans les anciennes doctrines qui, sous l'autorité de Ricardo, ont dominé la politique monétaire de l'Angleterre. La persistance de la renaissance de ces idées à un siècle de distance est singulièrement instructive pour l'historien. Les effets de l'or sur la structure économique et financière du monde ont toujours été bienfaisants. L'abondance d'or, étant donné les énormes besoins monétaires du monde, ne paraît devoir créer aujourd'hui aucune hausse des prix de caractère inquiétant. On pourrait du reste sans grande peine — si l'on s'inquiète — régulariser la mise en circulation du pouvoir d'achat nouveau que l'or sorti des mines représente. La politique de thésauri-

sation poursuivie aujourd'hui par l'Angleterre et l'Amérique se rattache visiblement aux conceptions monétaires qui considèrent la monnaie métallique comme un simple « bon d'achat », au détriment de celles pour qui la monnaie est essentiellement une « réserve de valeur ». Ainsi le vieux conflit d'idées que nous avons signalé déjà dans le premier chapitre de ce livre reparaît sous une forme nouvelle. Ce livre ne serait pas tout à fait inutile s'il pouvait, si peu que ce soit, contribuer à trancher le conflit dans le seul sens conforme à la vérité sociale et scientifique.

INDEX DES NOMS CITÉS

- Aftalion** (Albert), 280, 348.
Aguesseau (H.-F. d'), 28, 42, 54.
Alberti (Mario), 446.
Allard (A.), 246.
Anderson (Benjamin M.), 235, 252, 351.
André (Baron Alfred), 424.
Angell (James-W.), 349.
Ansiaux (M.), 52, 197.
Aristote, 328.
Arnauné (A.), 249.
Ashburton (A. B.), 173.
Attwood (Thomas), 171, 173.
Aupetit (A.), 269.
Austin (William), 237.

Bagehot (Walter), 234, 259, 394, 395, 420-421, 426, 429-432.
Balzac (Honoré de), 223, 224.
Bamberger (Ludwig), 245.
Barbour (Sir David), 243, 251, 297.
Baring, 173.
Baudin (Louis), 3.
Bendixen, 197.
Blackett (Basil), 377, 378, 385.
Bodin (Jean), 93.
Bonnet (Victor), 248, 251, 252.
Bosanquet (Charles), 126.
Bradbury (Lord), 281.
Bresciani-Turroni (Costantino), 355.
Burgess (W. Bandolph), 437.
Burdeau, 418, 426.

Cairnes (John Elliot), 262, 291-292, 307.
Calonne (Charles-Alexandre de), 72.
Cannan (E.), 184, 202, 203, 278, 306, 316, 358-359.
Cantillon (Richard), 9, 14, 20, 42, 46-57, 59, 73, 85, 87, 88, 93, 97, 98, 99, 101, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 121, 128, 150, 160, 170, 171, 194, 252, 285-287, 290, 304, 317-318, 405, 412.
Carver (T. N.), 360.
Cassel (Gustav), 131, 138, 251, 269-270, 302, 306-312, 313, 328, 339, 341, 350, 351, 375, 386.
Cernuschi (Henri), 246.
Chevalier (Michel), 231, 232, 237, 238, 246, 248, 277, 288, 291, 328, 415.
Clapier, 226.
Clare (G.), 434.
Colson (C.), 328.
Conant (C.), 325.
Condillac (Etienne Bonnot de), 57, 91.
Courcelle-Seneuil (Jean Gustave), 225-230, 231, 232, 246, 415-416.
Courtney (Léonard), 297.
Courtois (A.), 232.
Cretet, 76.

Despaux (A.), 29.
Divisia (F.), 447.
Duhring (Eugène), 41, 390.
Dupont de Nemours (Pierre-Samuel), 109.
Dutot, 21, 29, 32, 94.

Edison (Thomas Alva), 82.
Eichthal (Adolphe d'), 246, 416, 423, 437.
Eichthal (Gustave d'), 226, 232, 419.
Enfantin (Prosper), 228, 230.
Esterno (Philippe, comte d'), 230.

Faucher (Léon), 227, 416.
Fisher (Irving), 96, 101, 102, 112, 203, 235, 249, 253, 255, 256, 262, 263, 267, 268, 269, 300, 306, 307, 320, 325, 345-348, 349, 357, 358, 375, 376, 386, 389, 390.

- Flux** (A. W.), 386, 389.
Folkestone (Lord), 173.
Forbonnais (François-Louis Véron de), 28.
Foville (A. de), 92, 93, 248-249, 277.
Frédéric II, 89.
Frisch (Ragnar), 360.
Fullarton (John), 168, 169, 171, 174, 175, 183, 186, 188, 190, 195, 196, 205-206, 209, 214, 215, 220, 221, 223, 233, 350.

Galiani (Ferdinando), 8, 21, 23, 29, 51, 87, 90-92, 98, 128, 160, 328, 331, 366, 394.
Gautier (Jules), 174, 227, 230.
Gesell (Silvio), 333.
Gide (Charles), 250, 326.
Giffen (Robert), 223, 250, 253-255, 260, 261, 266, 377.
Gilbart (James William), 52, 162, 195, 223, 412-413.
Goshen (G. J. Viscount), 181-182, 184, 355, 421, 433.
Greef (Guillaume de), 337.
Gregory (T. E.), 168, 170, 186, 300, 409, 413.
Guillaume (G. et Ed.), 279-280, 282.
Gurney (Samuel), 179, 216.

Haberler (Gottfried von), 447.
Hahn (Albert), 320.
Harsin (Paul), 20.
Hawtrey (R. G.), 116, 159, 184, 209, 210, 215, 261, 280-282, 306, 307, 308, 312, 314-316, 328, 341, 348-349, 350, 351, 441-442.
Hayek (F. A. von), 337.
Heffterich (K.), 325, 375.
Hentsch, 42.
Hicks, 337.
Horner (Francis), 139, 140, 177.
Hume (David), 21, 29, 54, 55, 58, 78, 85, 86, 87, 102, 104, 109, 120, 147, 172, 242, 287, 326, 379, 450.
Huskisson (William), 140.
Hutcheson (Francis), 91, 328.

Isle (Courtet de l'), 230.

Jevons (William Stanley), 46, 54, 57, 168, 239, 246, 250, 259, 335, 337, 338-339, 340, 377.

Keynes (J. M.), 278, 292, 299, 302, 306, 307, 308, 312-314, 316, 320, 333, 421, 441.
King (Lord), 119.
Kitchin (Joseph), 277.
Knapp (Georges Frédéric), 323, 339, 342, 361-375.
Knight (F. H.), 337.
Koopmans (S. G.), 337.
Kunwald (Gottfried), 336.

Labrousse (C.-E.), 105.
Lafitte (Jacques), 225.
Landry (A.), 27.
Laveleye (Emile de), 245, 246.
Lavergne (Léonce de), 246.
Law (John), 9, 10, 20-46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 56, 64, 66, 70, 73, 85, 87, 88, 93, 104, 107, 130, 150, 159, 161, 326, 334, 372, 379.
Lenoir (Marcel), 269.
Leroy-Beaulieu (Paul), 248, 249, 328, 369.
Lescure (Jean), 268.
Levasseur (Emile), 239, 240, 241, 290, 306, 237, 238, 239, 288, 304.
Lexis (Wilhelm), 248, 249-250, 255, 276, 284.
Lindhal (E.), 337.
Locke (John), 85, 87, 97, 103, 107, 136, 171, 285.
Lowndes (William), 88, 171.

Mac Culloch, 184.
Mac Leod (Henry Dunning), 52, 83, 195, 197, 259.
Malestroiet (Seigneur de), 93.
Mallet (Sir Louis), 261.
Malthus (T. R.), 143, 154, 177.
Marget (A. W.), 337, 345.
Marjolin (Robert), 285, 299.
Marshall (Alfred), 83, 87, 114, 128, 242-243, 245, 250, 291, 292-298, 302, 307, 308, 313, 315, 316, 335, 357, 358, 377, 421.
Melon (Jean-François), 22, 29, 94.

- Menger** (Carl), 91, 322, 327, 335, 357, 367, 369, 375, 382-383.
Mill (John-Stuart), 112, 169, 172, 186, 218, 262, 287.
Mirabeau (Honoré Gabriel Riquetti, comte de), 41.
Mises (Ludwig), 186, 325.
Mollien (François-Nicolas, comte), 9, 20, 59, 65, 66, 71-79, 124, 163, 230, 406-407, 408, 413, 415, 416.
Mongin (Marcel), 367.
Montesquieu (Charles de Segondat, baron de), 40, 85, 88, 93, 94, 95, 96, 107.
Myrdal (G.), 337.
Napoléon, 66, 75, 77-78, 89, 186, 224, 415.
Nasse (Erwin), 249, 253, 255, 262, 276.
Necker (Jacques), 39, 72.
Newcomb (Simon), 102, 345.
Newmarch (William), 168, 237, 238-242, 243, 267, 288-291, 388.
Newton (Sir Isaac), 88, 136, 171.
Nogaro (Bertrand), 179, 268, 276, 370.
Noiron (Louis de), 230.
Oppenheimer, 367.
Overstone (Lord), 186, 212, 221-222, 231, 411, 412, 414, 423, 429.
Palgrave (Inglis), 402, 434.
Pallain, 418.
Palmer (S. H.), 409.
Pantaleoni (Maffeo), 250, 329-331.
Pareto (Vilfredo), 250, 339.
Parieu (F. E. de), 247, 248.
Paris (Les frères), 42, 49.
Pearse, 183.
Pearson (F. A.), 276.
Peel (Sir Robert), 195-196, 218-219, 220.
Pennington (James), 196.
Penschaud, 72.
Péreire (Emile et Isaac), 46, 408, 422-423.
Petty (Sir William), 97.
Pinard, 423.
Pitt (William), 89, 116, 395.
Poincaré (Raymond), 33-34, 184.
Praslin, 88.
Prince-Smith (John), 246.
Quesnay (François), 85, 98.
Quesnay (Pierre), 390.
Ramon (G.), 230.
Rau (K. H.), 246.
Raynaud (Pierre), 337.
Ricardo (David), 9, 34, 45, 46, 52, 59, 65, 68, 69, 79, 85, 102, 103, 120, 121, 125-139, 140, 141, 143-167, 168, 169, 172, 173, 175, 177, 178, 179, 180, 182, 185, 186, 191, 194, 195, 203, 205, 215, 233, 235-237, 239, 240, 241, 262, 266, 287, 288, 310, 326, 328, 355, 356, 379-380, 384, 393, 395, 403, 405, 412, 414, 429.
Robbins (Lionel), 276, 316.
Robertson (D. H.), 192, 325, 328.
Roosevelt (Président F. D.), 155.
Rossi (Pellegrino, comte), 225, 231, 232.
Rothschild (Alphonse de), 46, 246, 413, 420, 425.
Rothschild (James, baron de), 46, 424.
Rothschild (Nathan), 141.
Rouland, 246, 426.
Rueff (Jacques), 340, 345, 352.
Saint-Paul (de), 418.
Savary (Jacques), 54, 56.
Say (Jean-Baptiste), 65, 71, 99, 131, 172, 173, 174, 184, 186, 384.
Say (Léon), 421, 424.
Schwartzwald (Hermann), 390.
Senior (William Nassau), 257, 287.
Simiand (François), 83, 278-279, 445.
Sismondi (Jean Charles Léonard Simonde de), 71, 186.
Smith (Adam), 9, 20, 21, 23, 34, 46, 54, 57-71, 73, 74, 75, 77, 78, 85, 86, 87, 91, 93, 94, 95, 99, 104, 105, 106, 109, 113, 114, 120, 121, 128, 129, 130, 133, 144-145, 159, 161, 186, 191, 231, 252-253, 287, 317, 326, 328, 395, 396, 399, 403, 405, 406, 415, 416.
Snyder (Carl), 350.
Soethbeer (Adolph), 245.

- Solvay** (Ernest), 259, 376.
Somary (F.), 320.
Steuart (Sir James), 379.
Storch (H. F. von), 186.
Strong (Benjamin), 441.

Taft (Président W. H.), 267.
Talleyrand-Périgord (Charles-Maurice de), 41.
Thery (E.), 246.
Thiers (Adolphe), 184, 416, 420, 425-426, 427, 437.
Thornton (Henry), 16-17, 51, 57, 58, 59, 63, 66, 71, 74, 75, 76, 79, 85, 88, 94, 95, 96, 102, 103, 120-125, 127, 140, 142, 143, 144, 154, 168, 177, 180, 194, 235, 287, 393, 395-406, 407, 408, 409, 410, 411, 415, 416, 429, 432, 438.
Tooke (Thomas), 9, 52, 59, 66, 68, 69, 70, 110, 117, 127, 128, 168-222, 231, 233, 235, 236, 238, 393, 402, 403, 405, 415, 421, 422, 429, 443.
Torrens (Colonel Robert), 186, 188.
Trupitil (R. S.), 433.
Turgot (Anne Robert Jacques), 13, 21, 72, 73, 85, 86, 87, 88, 90, 106, 107, 109, 110, 112, 134, 160, 252, 327, 367.
Turner, 183.

Vecchio (Gustave del), 330.
Vergeot (J.-B.), 225, 229.
Verri (Pietro), 99, 101.
Voltaire (François-Marie Arouet de), 94.
Vuitry (Adolphe), 416, 419, 429, 437.

Wagner (A.), 3, 83, 186.
Wagner (Valentin), 3, 349.
Walras (M. E. Léon), 64, 110, 164, 230, 245, 250, 265, 266, 292, 307, 328, 335, 337, 345, 357, 362.
Warburg (Paul), 325, 394, 402, 414, 419, 436-440, 445.
Warren (G. F.), 276.
Wicksell (Knut), 81, 83, 112, 197-198, 253, 256-259, 263, 264, 265, 268, 276, 279, 299-306, 307, 310, 312, 313, 314, 316, 322, 325, 328, 343, 344, 351, 354, 357-358, 375, 386, 387-388, 389.
Wicksteed (Philips H.), 330.
Wieser (F. von), 360.
Wirth (Max), 246.
Withers (Hartley), 52, 66, 197, 394, 395, 402, 435-436.
Wolff (Robert), 179.
Wolowski (Louis), 232, 246-248, 252, 266, 416.

TABLE ANALYTIQUE DES MATIÈRES

CHAPITRE PREMIER

Confusion du crédit et de la monnaie dans l'économie politique du XVIII^e siècle

- § I. — *Distinction entre la monnaie et les crédits-circulants.* — Le crédit commercial fait circuler les marchandises. Le crédit bancaire fait circuler la monnaie. La notion de « marge de crédit ». Le billet de banque est toujours pour le porteur un certificat de dépôt. Limite de l'émission pour le banquier. La circulation « virtuelle » de l'encaisse. Le billet de banque n'accroît pas la quantité de monnaie. Il est l'expression matérielle de la vitesse de circulation . . 11
- § II. — *John Law.* — Discrédit complet de Law et de son « Système » auprès des écrivains du XVIII^e siècle. Curieux regain de popularité aujourd'hui. Origines de ses idées : l'obligation du virement à la banque d'Amsterdam et le dicton : « La bonne banque est celle qui ne paye pas. » Embarras momentanés des Banques d'Angleterre et d'Ecosse. Mémoire de 1705 sur le commerce et la monnaie. Moyens d'augmenter la quantité de monnaie. Pourquoi Law, hostile au rehaussement des monnaies, est favorable à la diminution. Opinions du XVIII^e siècle sur le rehaussement. Incident de la Banque d'Ecosse en 1703, significatif pour la politique ultérieure de Law. Comparaison de l'édit de mars 1720 avec les achats d'or de la Banque de France en 1926. Fausse identification par Law du crédit avec une augmentation de la quantité de monnaie. Confusion du billet de banque et du papier-monnaie. Fausse idée que la monnaie n'est qu'un « bon d'achat » de marchandises. Réquisitoire contre la thésaurisation. Discrédit financier de l'Etat français au XVIII^e siècle, encore accru par l'expérience Law. Fausse idée de gager le billet de banque sur les terres. Expérience des assignats. Idées vraies de Galiani sur les crédits circulants opposées à celles de Law . 20
- § III. — *Richard Cantillon.* — Son livre est une sorte d'« anti-Système ». Idée modeste des possibilités du crédit. Le billet de banque, moyen de faire circuler plus vite la monnaie. Le banquier doit toujours être en mesure de rem-

- boursier. Procédés employés par la Banque d'Angleterre pour retarder ses remboursements en cas de difficulté. Identité entre le billet de banque et l'inscription en compte-courant. Cantillon est opposé à toute modification de l'étalon monétaire. Mauvaise organisation bancaire de la France à son époque. Cantillon trop conservateur à cet égard, et Law trop pressé 46
- § IV. — *Adam Smith*. — A sous les yeux la double expérience du billet de banque en Ecosse et des papiers-monnaies coloniaux. Justesse de ses idées pratiques. Erreur de sa conception théorique du billet de banque considéré surtout comme une monnaie moins coûteuse que les espèces métalliques et apte à remplacer celles-ci. La fameuse comparaison du crédit avec une route aérienne repose sur une erreur. Fausse idée que la quantité de billets qui peut circuler est égale à celle de la monnaie métallique qui existerait sans le billet. Fausse conception du mécanisme par lequel se décèle une émission excessive de billets. Correction de cette théorie par Thornton. Identité des idées de Smith et de Law sur la monnaie considérée comme un « bon d'achat ». Conséquences fâcheuses de l'idée de Smith qu'économiser les espèces métalliques est toujours un bienfait. Idées justes de Smith sur l'action différente qu'exercent sur les prix le billet de banque et le papier-monnaie. Comment le billet convertible, s'il est émis en grande quantité, fait varier le pouvoir d'achat du métal. Complément apporté sur ce point par Thornton à la doctrine de Smith 57
- § V. — *Le Comte Mollien*. — Disciple fidèle d'Adam Smith. Admirateur de l'Angleterre. Il est avant tout un homme de pratique. Dangers spéciaux qui menacent le billet de banque en France. L'escompte des effets de commerce, base de l'émission des billets. Le billet ne fait que remplacer dans la circulation les instruments de paiement commerciaux. Nécessité d'une encaisse. Inutilité d'un capital. Mollien ne voit pas que le billet « fait circuler » l'encaisse. Le billet est pour lui une « monnaie artificielle », meilleur marché que les espèces. Napoléon voit dans le billet de banque un moyen de faire baisser le taux d'intérêt. Résistance de Mollien à cette idée. Il distingue mal le crédit et la monnaie 71

CHAPITRE II

L'action des métaux précieux sur le niveau des prix et sur le taux de l'intérêt d'après les doctrines du XVIII^e siècle

- § I. — *Jugements contradictoires sur l'importance de la monnaie métallique*. — Rôle secondaire attribué par les théoriciens

du XVIII^e siècle dans la vie économique à la monnaie. Sa valeur considérée par certains comme « fictive », « imaginaire » ou « conventionnelle ». Ces idées en partie partagées, en partie repoussées par Cantillon, Turgot, Galiani. Importance donnée à la monnaie métallique et à sa stabilité par les hommes d'Etat au XVIII^e siècle et au début du XIX^e. Théorie remarquable de Galiani sur la valeur de la monnaie métallique et sur la valeur en général

84

- § II. — *Croyance générale à l'action des métaux précieux sur le niveau des prix. Théorie de la vitesse de circulation.* Accord unanime, depuis John Law jusqu'à Smith, pour reconnaître à l'afflux des métaux précieux une action sur les prix. On admet que cette action est contrebalancée par la multiplication des marchandises. Les auteurs anglais et italiens font entrer en ligne de compte un troisième facteur du niveau des prix : la vitesse de circulation de la monnaie. Théories de Thornton, Cantillon, Galiani, Verri sur ce point. Idée fausse que la vitesse de circulation agit toujours en sens inverse de la quantité de monnaie. Tous les éléments de la théorie « quantitative » de la monnaie sont connus des écrivains du XVIII^e siècle. Conséquence qu'en tire Hume au sujet de la répartition des métaux précieux entre les Etats. Théorie de Thornton sur cette répartition en régime de monnaie de papier. Origine ancienne de la controverse sur l'influence respective du facteur « quantité de monnaie » et du facteur « balance des comptes » sur le cours du change. Le XVIII^e siècle n'a jamais craint l'insuffisance des métaux précieux. Production des mines et mouvement des prix pendant cette période

92

- § III. — *Relations entre l'abondance des métaux précieux et le taux de l'intérêt.* — Importance du problème du taux de l'intérêt dans la littérature économique du XVIII^e siècle. Idée courante que l'abondance des métaux précieux fait baisser le taux de l'intérêt. Critique de cette idée par Cantillon qui fait la distinction entre le loyer de l'épargne et le pouvoir d'achat de la monnaie. Sa doctrine est reprise par Hume, Turgot, Smith. Le profit des entrepreneurs, en déterminant le prix de demande des emprunteurs, est l'élément dont les fluctuations agissent le plus sur celles du taux de l'intérêt. Une abondance de métaux précieux s'accompagne donc souvent d'une hausse et non d'une baisse de l'intérêt. Observations remarquables de Cantillon et de Turgot sur ce point. Inversement, l'insuffisance des métaux précieux peut entraîner la baisse du taux et non pas la hausse. Observation importante de Smith sur ce point. Analogie entre ces discussions et celles de la fin du XIX^e siècle sur ce problème

106

CHAPITRE III

Thornton, Ricardo et le *Bullion Report*

- § I. — *Caractères particuliers du cours forcé en Angleterre.* — Le papier-monnaie anglais représente des escomptes d'effets commerciaux plutôt que des avances à l'Etat. Cette circonstance a atténué pour toute la doctrine anglaise la différence entre le billet de banque et le papier-monnaie. Régime monétaire anglais pendant la suspension des paiements de la Banque 115
- § II. — *Le livre de Thornton.* — Les « Recherches sur la nature et les effets du papier de crédit de la Grande-Bretagne » (1802) constituent une défense du cours forcé en même temps qu'une mise en garde contre l'exagération des émissions. Comparaison qu'il institue entre le papier-monnaie anglais et les papiers-monnaies émis en d'autres pays. Elle est tout à l'avantage du premier dont le remboursement final ne saurait être mis en doute 120
- § III. — *Ricardo et l'identification du billet de banque et du papier-monnaie.* — Il a « dérouté » la doctrine anglaise. Caractère polémique des brochures monétaires de Ricardo. Raisons de son succès. La « quantité », seule différence entre billet de banque et papier-monnaie. Seule différence aussi entre papier-monnaie et monnaie métallique. Oubli par Ricardo de la *demande* monétaire et importance exclusive attachée à l'*offre*. Oubli des différences entre l'estimation d'une créance et celle d'un bien directement désiré. Oubli du rôle de la spéculation dans l'appréciation des créances. Influence des variations de valeur de l'étalon monétaire sur la répartition des dépenses dans le temps 125
- § IV. — *Théorie de la parité des pouvoirs d'achat.* — L'excès des émissions assimilé à l'usure des espèces métalliques. L'excès des émissions considéré comme la seule cause de la baisse du change. Le problème de la confiance écarté par Ricardo. Rajeunissement moderne de sa théorie par Cassel 136
- § V. — *Le Bullion Report de 1810.* — Influencé par Thornton beaucoup plus que par Ricardo. Différences entre la doctrine du Rapport et celle de Ricardo : a) son hésitation sur le caractère d'étalon du papier-monnaie; b) rôle de la « confiance » dans le cours du papier; c) influence attribuée à la balance des comptes dans les fluctuations du change. Obstination de Ricardo à écarter cette influence. Ricardo frappé par la rapidité avec laquelle la raréfaction de la monnaie agit sur le marché monétaire. Incidents

| | |
|---|-----|
| de la Banque d'Angleterre racontés par Smith et discutés par Ricardo | 139 |
| § VI. — <i>Mécanisme de la répartition des métaux précieux dans le monde.</i> — Conception <i>a priori</i> d'un équilibre entre les besoins monétaires et la quantité de monnaie métallique dans chaque pays. Seules une augmentation des besoins ou une augmentation des métaux précieux peuvent le troubler. Ces changements se traduisent par un écart des niveaux de prix. La monnaie, simple « marchandise ». Les mots « cherté » et « bon marché » de la monnaie employés comme synonymes d'« insuffisance » ou de « surabondance ». Ricardo cambiste. Les mouvements d'or après la guerre mondiale et la doctrine ricardienne. Théorie complexe de l'équilibre entre différents marchés seule capable de rendre compte de la variété des causes déterminant les mouvements d'or. Vérités durables dans la théorie de Ricardo | 146 |
| § VII. — <i>Conception ricardienne du crédit.</i> — Le chèque simple moyen d'économiser la monnaie. La monnaie simple « bon d'achat ». L'étalon métallique utile seulement pour limiter la quantité de monnaie. Le billet de banque, création monétaire du banquier, doit être limité. Les « Propositions pour une monnaie sûre et bon marché » de 1816 et le « Plan d'une banque nationale » de 1823, tracent les lignes essentielles du futur Act de 1844. Ricardo et le « Gold Exchange Standard ». Emploi des espèces par le public, simple « caprice » | 158 |
| <i>Appendice.</i> — Le plan de banque d'émission de Ricardo en 1823 . | |

CHAPITRE IV

L'historien Tooke et le logicien Ricardo

| | |
|---|-----|
| § I. — <i>Problèmes posés en Angleterre par la reprise des paiements en espèces.</i> — Baisse des prix et crises. L'Ecole de Birmingham et les partisans de la dévaluation de la livre. La « Currency School » et l'explication des crises par l'excès des billets de banque. Opposition de Tooke . . . | 170 |
| § II. — <i>Doctrine de Tooke sur la hausse des prix pendant le cours forcé.</i> — Il explique la hausse des prix pendant le cours forcé essentiellement par la baisse du change et non par la surabondance du papier-monnaie. Persistance dans la doctrine anglaise des idées de Ricardo. La théorie de la prime de l'or chez Goschen | 176 |

- § III. — *Le retour de la livre au pair en 1819.* — Tooke démontre que ce retour s'est fait sans réduction de la circulation. Importance de cette démonstration et son oubli par les générations suivantes 182
- § IV. — *Papier-monnaie et billet de banque.* — Tooke établit contre Ricardo une différenciation absolue entre le papier-monnaie à cours forcé et le billet de banque inconvertible. Il refuse d'appeler monnaie le billet de banque, et réserve cette qualification à la monnaie servant d'étalon. Objection de Torrens 185

CHAPITRE V

**Tooke, créateur de la doctrine du crédit.
Controverse du *Currency* et du *Banking Principle***

- § I. — *Identité fondamentale du billet de banque et du dépôt en banque.* — Même conception chez Gilbart, Mac Leod, Fullarton et Mill. Oubli de cette doctrine par les écrivains postérieurs. Sa rénovation par Ansiaux et Hartley Withers. Sa confirmation par les méthodes de financement de la guerre mondiale en France et dans les pays anglo-saxons. La suggestion récente d'Irving Fisher d'exiger une couverture à 100 % des dépôts en banque est la répétition de celle faite par Ricardo pour le billet de banque 194
- § II. — *Tooke et sa théorie des crises. Revenus créés par le crédit et revenus définitifs.* — Les hausses spéculatives des prix sont toujours provoquées par une demande préalable de crédit, elles ne sont pas créées par l'émission des billets. Elles se heurtent au niveau général des prix qui, lui, est réglé par les revenus définitifs du public. Critique récente faite par M. Hawtrey de cette conception, et réponse 206
- § III. — *Influence différente de l'afflux d'or sur les prix suivant que cet afflux coïncide avec une période de spéculation ou de dépression.* — Passage remarquable de Fullarton sur ce sujet 212
- § IV. — *Influence du taux de l'intérêt sur les prix.* — Son niveau bas n'est jamais à lui seul une cause de hausse des prix; il n'est qu'un stimulant. Il arrive qu'il agisse sur le cours des valeurs de bourse sans agir sur celui des marchandises. Confirmation de cette observation par les événements français de 1927 215
- § V. — *L'Act de Peel de 1844 et la controverse des *Currency and Banking Principles*.* — Pourquoi les adversaires de Tooke ont triomphé auprès de Robert Peel. Raisons pratiques qui ont fait organiser le monopole d'émission de la

Banque d'Angleterre. Ces raisons sont acceptées par Tooke. Ce à quoi il tient, c'est à l'élasticité de l'émission, combattue par Lord Overstone. Triomphe des idées de Tooke dans l'organisation donnée depuis la guerre mondiale à la Banque d'Angleterre. Confirmation des critiques de Tooke par la crise de 1847 218

- § VI. — *Répercussion en France de la controverse sur les Currency et Banking Principles.* — Différences profondes entre l'organisation des marchés monétaires français et anglais sous Louis-Philippe. Insuffisante extension de l'emploi des billets de banque. Critiques adressées à la Banque de France. La traite sur Paris constitue l'élément d'unification des paiements. Discours de d'Eichthal et de Léon Faucher sur son rôle. Rapport de Rossi. Article important du sous-gouverneur de la Banque Guirault. Conception originale des Saint-Simoniens sur le billet portant intérêt. Brochures et controverses à l'occasion du renouvellement du privilège en 1840. L'école libérale déplace le problème posé par la controverse anglaise. Wolowski et le triomphe du principe de l'unité du billet de banque. Tooke invoqué à la fois par les partisans du monopole et de la liberté des banques 223

CHAPITRE VI

Production d'or et mouvements des prix (1850-1936)

- § I. — *L'afflux de l'or de Californie et d'Australie et la hausse mondiale des prix après 1851.* — Interprétation Ricardienne des effets de l'afflux de l'or. Interprétation différente de Levasseur, Chevalier et surtout Newmarch : l'accroissement de l'or augmente la prospérité en même temps que les prix augmentent. Interprétation différente de Marshall 235
- § II. — *Interprétation quantitative et antiquantitative de la dépression de 1873 à 1895.* — Extension générale de l'étalon-or et réduction de pourcentage annuel d'accroissement du métal jaune. Influence de la controverse bi-métalliste sur l'interprétation de la baisse des prix. Wolowski prédit une baisse générale. Les deux générations de monométallistes : seule la deuxième avec Leroy-Baulieu, Lexis, Nasse conteste l'action des métaux précieux sur les prix. Robert Giffen, Pantaleoni, Walras maintiennent l'interprétation quantitative. Argument tiré par les antiquantitatifs de l'extension des méthodes de paiement scripturales et de la baisse du taux de l'escompte. Interprétation différente de cette baisse par Robert Giffen, Irving Fisher et Knut Wicksell. Diminution de la rapidité de circulation de la monnaie et des moyens de crédit pendant la baisse des prix. Idées de l'élasticité indéfinie du crédit de Wicksell 243

- § III. — *L'essor économique de 1895 à 1914 et la production des mines du Transvaal.* — Prédiction par Walras d'une hausse des prix de 15 %. Augmentation des instruments de crédit et de la rapidité de circulation, parallèle à l'augmentation de la monnaie. Prospérité générale de l'époque. Retour à la croyance à l'action de l'or chez Wicksell, Cassel et d'autres écrivains 265
- § IV. — *L'interprétation quantitative après la guerre.* — Illusion créée sur le niveau des prix-or par la convertibilité artificielle du dollar. Baisse mondiale des prix après le retour à l'or de l'Angleterre. Mécanisme de ce phénomène. Comment les dévaluations anglaises et américaines hâtèrent le retour à des prix-or normaux. Retour général à la théorie quantitative : Comité de l'or de la S.d.N. Comité Mac-Millan (1931). François Simiand, les frères Guillaume, Aftalion, Hawtrey. Projet récent d'abaisser le prix de l'or aux Etats-Unis 270

CHAPITRE VII

Mécanisme d'action de l'or et du taux d'escompte sur les prix

- § I. — *De Cantillon à Newmarch.* — Obscurité apparente du mécanisme par lequel l'or agit sur les prix. Explication remarquable de Cantillon, adoptée par les classiques. Vues nouvelles de Newmarch : mécanisme du taux de l'escompte. Cairnes revient à la conception classique 285
- § II. — *Déposition de Marshall devant la Commission d'enquête sur la circulation monétaire.* — Rôle prépondérant donné par Marshall au taux de l'escompte dans l'action de l'or sur les prix. Objections soulevées par cette conception 292
- § III. — *Knut Wicksell et sa conversion.* — Le taux d'escompte et le taux naturel de l'intérêt. L'élasticité indéfinie du crédit comme élément accessoire du mécanisme décrit par Wicksell. Retour de Wicksell à l'idée d'une action *directe* de l'or en 1906. 299
- § IV. — *La théorie de Cassel.* — Le taux d'escompte comme instrument de stabilisation des prix. Caractère purement dialectique de l'argumentation de Cassel. Doute exprimé par Cassel sur l'utilité sociale d'une stabilisation des prix 312
- § V. — *Keynes, Hawtrey et le retour à Cantillon.* — Les achats de titres sur le marché par les banques d'émission comme moyen d'influencer les prix. La fausse politique d'escompte des banques d'émission considérée comme l'origine de la baisse des prix depuis 1925. Vieille méthode de l'« Open market policy » déjà décrite et critiquée par Cantillon 318

- Appendice.* — Sens des mots; rendement des capitaux, loyer de l'épargne, taux de l'escompte, taux naturel de l'intérêt, etc. 318

CHAPITRE VIII

La théorie générale de la monnaie au début du XX^e siècle

- § I. — *Définitions et fonctions de la monnaie.* — Accord général pour distinguer la monnaie étalon et les instruments de paiement. La monnaie est-elle une marchandise? Equivoque de cette formule. Les trois fonctions monétaires. La fonction de réserve de valeur généralement sous-entendue. Inconvénient de cette habitude. Théorie de Pantaleoni. Rôle fondamental de la liquidation des soldes. La fonction de réserve de valeur complémentaire de celle d'intermédiaire des échanges. Importance des idées de Jevons, Walras et Menger à cet égard. La monnaie est un « pont » entre le présent et l'avenir. Dispersion des fonctions de la monnaie soulignée par Jevons et Menger. Définition de la monnaie de Knapp. Erreur commune aux « métallistes » et aux « antimétallistes » . 321
- § II. — *Théories relatives à la valeur de la monnaie.* — a) L'offre de monnaie. La formule de Fisher. Variations de chacun des éléments de la formule. Modification de celle-ci par Hawtrey et Aftalion. Difficulté de vérifier statistiquement ses transformations. b) La demande de monnaie. Sens du mot « demande » monétaire. Facteurs qui déterminent le choix entre la monnaie et les marchandises ou les services. Exemples de fluctuations de valeur de la monnaie dues aux fluctuations de la demande. Le rôle de ce facteur mis en évidence par Walras et Wicksell. Ce dernier démontre que les deux notions de vitesse de la monnaie et de demande sont l'inverse l'une de l'autre. Développement donné à la théorie par E. Cannan et Carver 343
- § III. — *La théorie nominaliste de F. G. Knapp.* — Opposition entre « Geltung » et « Werth » de la monnaie. L'unité monétaire abstraite. Justification historique de cette notion. La théorie de Knapp est juridique plus qu'économique. Elle met en doctrine le principe de la raison d'Etat. Ancienneté de cette doctrine : sens dans lequel la monnaie mesure la valeur. Législations française et américaine en contradiction avec la doctrine de Knapp. Autres aspects de la doctrine. Knapp : effets indifférents de dévaluations monétaires, causes des fluctuations du change et moyens de stabiliser ce dernier 361
- § IV. — *Peut-on stabiliser le niveau des prix?* — Nombreux courants d'idées en faveur de cette stabilisation au début du XX^e siècle. Légende d'après laquelle la stabilité relative des

prix avant la guerre était due à la place de Londres. Critique faite par Ricardo de l'idée d'un index des prix comme étalon monétaire. Démonstration par Carl Menger que le problème de la stabilisation des prix est la quadrature du cercle économique. Divers plans de stabilisation des prix. La « monnaie dirigée » de Sir Basil Blackett. Problèmes laissés sans solution par tous les auteurs de plans de ce genre. Suggestions faites par Knut Wicksell et par Irving Fisher. Objections décisives auxquelles elles se heurtent

375

CHAPITRE IX

La théorie des banques centrales d'émission

§ I. — *Henry Thornton, premier théoricien de la banque centrale.*

— Progrès important des idées de Thornton sur celles de Smith. Les enseignements qu'il tire des crises anglaises de 1793 et 1797. La banque centrale ne doit pas restreindre sa circulation en temps de crise. Caractère spécial de la Banque d'Angleterre. Son billet équivaut à l'or. Inutilité d'une encaisse pour les banques d'émission privées. Londres « clearing house » du monde entier dès l'époque de Thornton. Obligations découlant du rôle de la banque centrale : nécessité d'une encaisse importante. L'élévation du taux de l'escompte, moyen de défense par excellence d'une banque centrale. Plaidoyer de Thornton en faveur de l'*open market policy*. Mollien désire pour la Banque de France le rôle de banque centrale joué par la Banque d'Angleterre

395

§ II. — *Triomphe du monopole et formation de la doctrine classique des fonctions d'une banque d'émission entre 1825 et 1870.*

— L'idée du monopole naît de la concentration des réserves à Londres comme à Paris. Triomphe des idées de Thornton chez les dirigeants de la Banque d'Angleterre. Description de la politique d'émission de la Banque d'Angleterre par M. Palmer : elle ne base pas son émission sur son portefeuille. Liberté légale laissée au taux de l'escompte. Cours légal donné au billet de banque et ses inconvénients. Accord de Tooke et de Lord Overstone sur l'utilité du monopole. Critique de l'*open market policy* par Gilbert. L'acte de 1844 établit la notion de banque centrale. Napoléon partisan de l'unité des banques. Le rôle des banques d'émission parfaitement compris par M. Thiers. Sa critique de l'acte de Peel. Excellente description faite par Vuitry du rôle de l'encaisse métallique. Les Pereire proposent de transformer le capital de la banque en stock métallique. Suggestion d'un portefeuille d'effets étrangers. Thiers souhaite un taux d'escompte stable

407

| | |
|---|-----|
| § III. — <i>La banque d'émission, réserve d'or suprême du pays. De Bagehot aux banques fédérales de réserve des Etats-Unis.</i> — L'idée de banque centrale n'est pas nécessairement liée à celle de banque d'émission. Le livre de Bagehot met en relief la notion de réserve centrale. Insuffisance de réserves de la Banque d'Angleterre comprise par lord Goschen, par Clare, par Palgrave, par Hartley Withers. Importance de la crise de 1907 pour la doctrine des banques centrales. Rôle décisif joué par Paul Warburg dans la conception des banques fédérales de réserve | 427 |
| § IV. — <i>Les banques d'émission. Le problème des prix.</i> — Rôle nouveau de stabilisateur des prix suggéré aux banques d'émission. Opposition du gouverneur Strong. Doctrines de Keynes et de Hawtrey. Le problème fondamental de l'action du crédit sur le niveau des prix. Raison pour laquelle l'action du crédit sur les prix ne peut être que passagère | 445 |
| CONCLUSION | 449 |



7. 90-

A NOTRE LIBRAIRIE

CHARLES RIST

Professeur à la Faculté de Droit de Paris
Membre de l'Institut

ESSAIS SUR QUELQUES

PROBLÈMES ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES

Un volume gr. in-8°, 1933 70 fr.

Histoire des Doctrines économiques **Depuis les Physiocrates jusqu'à nos jours**

CHARLES GIDE

Professeur au Collège de France

par

CHARLES RIST

Professeur à la Faculté de Droit
de l'Université de Paris

Cinquième édition revue et corrigée

Ouvrage couronné par l'Académie des Sciences Morales et Politiques

Un volume in-8° 1926 (nouveau tirage 1929), broché 80 fr.
Cartonné 86 fr.

CHARLES RIST

Membre de l'Institut
Sous-gouverneur honoraire de la Banque de France

Interprétation de la Chute des Prix

DEPUIS 1925

Extrait des MÉLANGES MAHAÏM, Tome I

Une brochure gr. in-8, 1936 5 fr.

Tableaux de l'Économie française 1910-1934

Publiés par l'Institut Scientifique de Recherches Économiques et Sociales

SOUS LA DIRECTION DE

CHARLES RIST

Membre de l'Institut

Recueil de 56 planches en couleurs (34 × 48 cm.) accompagnés de commentaires présentant le marché économique français en lui-même et dans ses rapports à l'économie mondiale, 1935, ensemble 120 feuilles libres sous portefeuille carton 150 fr.

Imp. G. Thone, Liège (Belgique)